

RAPPORT SUR LE COMMERCE ET LE DEVELOPPEMENT, 1996

Rapport du secrétariat de la Conférence des Nations Unies
sur le commerce et le développement

Le présent document ne doit pas être cité ni résumé par la presse,
la radio ou la télévision avant le 18 septembre 1996, à 23 h 59 TU.

Pour des raisons d'ordre technique, et afin que les gouvernements
puissent en disposer le plus tôt possible, les versions traduites du Rapport
sont publiées en quatre fascicules.

UNCTAD/TDR/16		Avant-propos Table des matières et abréviations
UNCTAD/TDR/16(Vol.I)	Première partie Chapitre I Chapitre II Annexe du chapitre II	Les grandes tendances L'économie mondiale : évolution et perspectives Les marchés internationaux de capitaux et la dette extérieure des pays en développement La dette de l'Afrique subsaharienne à l'égard des créanciers publics hors OCDE
UNCTAD/TDR/16(Vol.II)	Deuxième partie Introduction Chapitre I Chapitre II Annexe du chapitre II Chapitre III	Repenser les politiques économiques : enseignements à tirer de l'expérience de l'Asie de l'Est Intégration et industrialisation en Asie de l'Est Exportations, formation de capital et croissance Ressources naturelles, transformation et diversification des exportations Adaptation au nouvel environnement mondial
UNCTAD/TDR/16(Vol.III)	Annexe	Gestion macro-économique, régulation financière et développement : quelques questions de politique générale

**GESTION MACRO-ECONOMIQUE, REGULATION FINANCIERE
ET DEVELOPPEMENT : QUELQUES QUESTIONS
DE POLITIQUE GENERALE**

A. INTRODUCTION

L'examen des politiques nationales et internationales requises pour tirer pleinement parti des opportunités de croissance et de développement issues du nouveau contexte de la mondialisation tout en minimisant les risques de nouveaux déséquilibres et de nouvelles instabilités, y compris sur les marchés financiers internationaux, était l'un des sujets des annotations concertées à l'ordre du jour provisoire de la neuvième session de la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement. L'intégration de plus en plus poussée des marchés financiers a multiplié les montants et les catégories de financements potentiellement disponibles dans le cadre de l'économie mondiale. Cependant, seule une minorité a jusqu'à présent eu accès à ces moyens financiers. De surcroît, les mouvements de capitaux qui ont accompagné la mondialisation financière ont été associés à une instabilité accrue, et il a souvent été constaté qu'une plus grande ouverture financière pouvait en fait restreindre l'autonomie de la gestion macro-économique. Ces caractéristiques de la mondialisation financière ont été examinées à maintes reprises dans de récentes livraisons du Rapport sur le commerce et le développement, où l'on a suivi les effets de l'accroissement des apports financiers à certains pays en développement consécutivement à leur intégration progressive dans le réseau mondial des marchés financiers 1/, et aux mesures prises pour y faire face, et analysé les principales caractéristiques du cadre juridique dans lequel se déroule la libéralisation financière internationale, ainsi que certaines mesures proposées pour mettre en place un système financier international plus stable 2/. Les observations relatives à ces questions, qui sont présentées ci-dessous, s'inspirent largement des communications présentées à la conférence intitulée *Global Capital Flows in Economic Development*, et de ses débats. Cette conférence, organisée par la Division de l'interdépendance globale de la CNUCED en coopération avec le Jerome Levy Institute of Bard College, s'est tenue du 7 au 9 mars 1996, à Blithewood, siège de l'Institut sur le campus du Bard College à Annandale-on-Hudson (New York).

**B. TAUX DE CHANGE FLOTTANTS ET LIBERALISATION DES MOUVEMENTS
INTERNATIONAUX DE CAPITAUX**

L'abandon des taux de change fixes par les principaux pays de l'OCDE, au début des années 70, a largement été considéré à l'époque comme l'avènement d'un système qui aurait donné aux pays une autonomie considérable dans la poursuite de politiques macro-économiques nationales appropriées, tandis que les taux de change eux-mêmes graviteraient vers des niveaux déterminés par les parités de pouvoir d'achat. La réalité s'est toutefois révélée différente. Sous le nouveau régime de taux de change flottants, le système financier international a été exposé à l'instabilité des marchés des changes et des autres marchés financiers, et il s'est distingué par des niveaux de taux de change qui ont obstinément divergé sur de longues périodes de ceux qui auraient découlé des fondamentaux économiques.

L'instabilité monétaire observée dans le cadre du nouveau régime a manifesté une certaine variabilité, des périodes de volatilité extrême étant suivies de périodes calmes. Il y a eu aussi de brefs épisodes d'exceptionnelle instabilité, parmi lesquels on peut relever, comme exemple frappant récent, les crises du mécanisme de change du Système monétaire européen en 1992 et en 1993. Les effets sur les pays en développement de l'instabilité ainsi engendrée s'exercent de plusieurs façons. Une grande partie des exportations et des importations de ces pays, ainsi que le service de leur dette, sont libellés dans des monnaies fortes. En raison de l'asymétrie des recettes et des dépenses en devises, leur balance des paiements est en général sensible aux mouvements relatifs de la valeur des différentes monnaies et aux variations des principaux taux d'intérêt. En outre, l'alourdissement du service de la dette consécutif à une augmentation des taux d'intérêt coïncide souvent avec une dégradation des perspectives d'exportation, qui sont aussi étroitement liées au renchérissement de l'argent. Par ailleurs, le récent accroissement des investissements étrangers sur les marchés financiers de certains pays en développement a rendu ces marchés directement vulnérables à tout revirement important des investisseurs internationaux. L'effondrement de la bourse de Hongkong lors du krach d'octobre 1987 3/ fournit un premier exemple des effets possibles de cette vulnérabilité et, plus récemment, la crise financière qu'a connue le Mexique à la fin de 1994 et au début de 1995 a non seulement abouti à la chute du cours du peso et de la valeur des autres actifs financiers mexicains, mais a aussi eu des retombées sur d'autres marchés financiers émergents.

Des politiques économiques inappropriées peuvent contribuer à l'instabilité financière mondiale. Toutefois, l'un des enseignements qu'on a pu tirer des manifestations récentes de cette instabilité est que ses liens avec les données fondamentales de l'économie, par exemple, le niveau des prix relatifs des pays, leurs résultats microéconomiques et leurs politiques macro-économiques, sont souvent ténus, voire inexistantes. Il semble que cela s'explique par l'absence de relation systématique entre ces données fondamentales et les indicateurs sur lesquels se guident les acteurs des marchés financiers pour prendre leurs décisions concernant leurs avoirs dans les différentes monnaies. Ainsi, de nombreux faits indiquent que nombre de ces acteurs recourent largement dans leurs opérations à des règles qui reposent sur l'extrapolation des tendances passées et qui sont donc susceptibles de perpétuer et même d'accentuer des mouvements des taux de change fréquemment détachés des fondamentaux 4/. Ce comportement des opérateurs contribue aussi probablement à expliquer pourquoi les modèles économiques ne parviennent pas à rendre compte des variations à court terme et à moyen terme des taux de change des grandes monnaies au moyen de variables telles que la masse monétaire, le revenu réel, les taux d'intérêt, l'inflation et le solde des paiements courants 5/.

C. PROBLEMES POSES AUX PAYS DEVELOPPES ET AUX PAYS EN DEVELOPPEMENT PAR L'INSTABILITE FINANCIERE

La préoccupation que suscite l'instabilité financière internationale est liée aux effets économiques diffus qu'exercent les fluctuations des mouvements de capitaux et des taux de change sur les prix des biens et services, et des actifs financiers, et se rattache à un certain nombre de problèmes, dont le plus important pour les responsables des politiques est le désalignement des taux de change. Ce désalignement résulte de mouvements des taux de change qui

se prolongent dans le temps et doit être distingué de l'instabilité monétaire à court terme. Le terme dénote des taux de change qui, lorsque le taux d'emploi est raisonnable pour l'économie considérée, sont incompatibles avec une position viable des paiements extérieurs telle qu'elle est déterminée par le compte des transactions courantes et la propension à long terme à attirer ou à exporter des capitaux. Le désalignement des taux de change peut fausser l'allocation des ressources par l'impact qu'il a sur les prix relatifs, avoir des effets pervers sur l'activité, l'emploi et le niveau des prix, et inspirer des mesures protectionnistes. Dans les pays où les marchés financiers sont relativement étroits - par exemple les pays en développement - le désalignement dû à l'afflux de capitaux s'accompagne fréquemment d'une flambée des prix des actifs, qui ont de fortes chances de s'effondrer ensuite lorsque les flux de capitaux finissent par s'inverser.

La volatilité à court terme des taux de change peut aussi être à l'origine d'autres difficultés, dont la gravité varie selon que les entreprises ou les autres agents économiques possèdent les compétences voulues en matière de gestion des risques financiers et ont accès aux différents instruments disponibles à cet effet. Les grandes sociétés financières, ainsi que les entreprises non financières qui disposent de fonctions de gestion de trésorerie bien établies, peuvent se couvrir de façon très efficace contre les fluctuations des taux de change et des autres variables financières. La couverture repose sur des techniques mises au point de longue date, par exemple la compensation des actifs et des engagements libellés dans différentes monnaies, les ajustements de prix et les pratiques de facturation, la diversification géographique des opérations, la concordance des paiements et des recettes en devises, et le recours à des instruments tels que les contrats à terme de gré à gré ou sur marchés organisés et les options, qui sont conçus pour offrir une protection contre les fluctuations des taux d'intérêt et des taux de change 6/. Malgré l'expansion des marchés d'instruments de couverture, qui a facilité ces dernières années le recours à ces techniques, celles-ci n'offrent pas une protection totale contre la volatilité financière. D'une part, les différents instruments de couverture laissent subsister des lacunes (notamment l'absence de contrats à terme sur de nombreuses devises et échéances) et, d'autre part, le recours aux techniques actuelles de gestion des risques financiers est problématique lorsque les fluctuations de la volatilité sortent de limites spécifiques 7/. En outre, de nombreuses entreprises et agents économiques, spécialement dans les pays en développement, n'ont encore qu'un accès limité à ces techniques ou celles-ci sont trop onéreuses pour eux, de sorte que les fluctuations de la volatilité elle-même ont toutes chances d'accroître encore leurs difficultés.

Les faits prouvant les effets négatifs de la volatilité monétaire sur le commerce international et les autres activités économiques sont assez fragmentaires. La conviction que l'instabilité monétaire à court terme raccourcit l'horizon temporel des décisions d'investissement, renchérit le coût des opérations et, par son étroite relation avec la volatilité des prix des actifs et des taux d'intérêt, renforce la préférence des détenteurs de richesses pour la liquidité au détriment des instruments financiers à long terme, est néanmoins fort répandue 8/.

D. REGIMES INTERNATIONAUX ET POLITIQUES POSSIBLES

Les politiques nationales destinées à parer à la menace de désalignement des taux de change découlant de l'instabilité des flux internationaux de capitaux sont de divers ordres sans être exclusives, différents types de mesures pouvant se renforcer mutuellement. Par exemple, les pouvoirs publics peuvent intervenir sur le marché des changes en achetant ou en vendant des devises 9/. Si les sorties de capitaux persistent, une telle mesure, isolée, conduira en définitive à l'épuisement des réserves de change et des lignes de crédit du pays. S'il s'agit d'entrées de capitaux, l'intervention des autorités provoque une augmentation de la masse monétaire du pays, à moins que des mesures ne soient prises pour la stériliser. Cependant, comme le montre l'exemple de certains pays en développement rapporté dans la section E ci-dessous, une telle stérilisation entraîne généralement une certaine perte de contrôle sur la politique monétaire et peut conduire à une augmentation des taux d'intérêt et à un accroissement non souhaité de l'endettement de l'Etat. La riposte aux mouvements de capitaux peut aussi faire appel à un durcissement budgétaire, mais une telle mesure se heurte souvent à l'objection qu'elle a pour conséquence de permettre à des facteurs exogènes liés à l'évolution des marchés financiers internationaux de prendre le pas sur les objectifs nationaux concernant l'équilibre budgétaire et la dépense publique. Pour éviter les problèmes liés au traitement des effets des mouvements de capitaux par la seule combinaison de l'intervention sur les marchés des changes et de mesures budgétaires, les pays peuvent avoir recours à des mesures visant plus spécifiquement les mouvements de capitaux eux-mêmes. Quelques-unes des mesures considérées dans la présente section revêtent la forme de taxes ou de restrictions à caractère fiscal qui exercent leur effet sur les transactions financières en alourdissant leur coût et donc en réduisant leur rentabilité. D'autres restrictions impliquent une limitation plus directe des opérations en capital.

Les deux catégories de restrictions ont été largement utilisées par les pays développés et les pays en développement pour maîtriser les entrées et les sorties de capitaux pendant la période de l'après-guerre 10/. Depuis quelques années toutefois, les pays de l'OCDE se sont de plus en plus imposé eux-mêmes des limitations dans l'usage de ces restrictions, qui sont incorporées dans les régimes juridiques internationaux visant les opérations en capital.

Le seul régime de portée mondiale qui est appliqué aux mouvements monétaires internationaux est celui du FMI. Toutefois, les obligations les plus importantes qui sont inscrites dans les statuts de cette institution visent les transactions courantes et non pas les mouvements de capitaux. Ces obligations sont énoncées à l'article VIII (qui prescrit qu'aucun Etat membre n'impose, sans l'approbation du Fonds, de restrictions sur les paiements et transferts afférents à des transactions internationales courantes) et à l'article XIV (qui spécifie les dispositions transitoires applicables aux pays qui ne sont pas encore prêts à assumer les obligations mentionnées à l'article VIII). En ce qui concerne les mouvements internationaux de capitaux, l'article IV énonce, parmi les obligations générales des membres du FMI concernant les régimes de change, que l'un des buts essentiels du système monétaire est de fournir un cadre qui facilite les échanges de capitaux entre nations 11/. Portant plus spécifiquement sur les mouvements de capitaux, la section 3 de l'article VI prévoit que les pays

membres peuvent prendre les mesures de contrôle nécessaires pour régler les mouvements internationaux de capitaux, à la condition toutefois qu'elles n'aient pas pour effet de restreindre les paiements au titre des transactions courantes. En vertu de la section 1 du même article, le Fonds peut s'opposer à ce que ses ressources soient utilisées pour faire face à des sorties de capitaux importantes ou prolongées.

Les pays développés sont toutefois soumis à des obligations au titre au Code de l'OCDE relatif à la libéralisation des mouvements de capitaux et (dans le cas des membres de l'UE) de la Directive 1988 du Conseil de la CEE relative aux mouvements de capitaux, ainsi que du Traité de Maastricht. L'OCDE classe la grande majorité des mouvements de capitaux en deux listes, la liste A et la liste B, les obligations de libéralisation étant plus strictes dans le cas de la première. Pendant longtemps, la liste A comprenait principalement des opérations considérées comme assez étroitement liées au commerce international des biens et services et aux investissements à long terme, tandis que la liste B était réservée aux opérations sur instruments financiers à court terme. Récemment, toutefois, le champ de la liste A a été étendu à certaines opérations relevant jusqu'ici de la liste B, et un certain nombre d'opérations sur le marché monétaire qui précédemment n'étaient pas prises en compte ont été ajoutées à la liste B.

La Directive 1988 de la CEE sur les mouvements de capitaux interdit les restrictions visant les mouvements entre des personnes résidant dans les pays membres, avec seulement quelques réserves concernant le contrôle des mouvements à court terme en période de difficultés financières et certaines mesures nécessaires au bon fonctionnement des systèmes fiscaux et administratifs et à la surveillance prudentielle. Aux termes de cette directive, les pays membres sont aussi tenus de s'efforcer d'atteindre le même degré de libéralisation des mouvements de capitaux avec les pays tiers qu'entre eux-mêmes. Les dispositions de la Directive sont renforcées par les articles pertinents du Traité de Maastricht applicables à la deuxième étape de l'union économique et monétaire, qui a débuté en 1994. A la troisième étape de l'union, l'imposition de contrôles sur les mouvements de capitaux à court terme en période de difficultés financières ne sera plus autorisée, pour les pays ayant adopté la monnaie unique, qu'à l'égard des pays non membres de l'UE.

Les régimes juridiques internationaux actuels laissent, en revanche, aux pays en développement une latitude considérable dans le contrôle des mouvements internationaux de capitaux. Certains pays ont néanmoins accepté des obligations dans ce domaine dans le cadre de traités d'amitié, de commerce et de navigation ou d'accords régionaux entre un nombre restreint de pays, tel que l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA). Par ailleurs, l'accroissement du nombre des accords régionaux et de celui des pays adhérents pourrait favoriser une généralisation de ces obligations.

E. LES MARCHES FINANCIERS INTERNATIONAUX ET LES PAYS EN DEVELOPPEMENT : ACCES ET PROBLEMES DE GESTION MACRO-ECONOMIQUE

L'augmentation des apports de capitaux privés aux pays en développement et pays en transition observée au cours des années 90 a eu pour principales caractéristiques une concentration sur un petit nombre de bénéficiaires et la diversité des types de flux et des politiques mises en oeuvre pour y faire

face. Ces deux caractéristiques influent sur la forme que devrait revêtir un régime financier international approprié et sur la politique économique internationale en général. L'extrême inégalité de la répartition des financements extérieurs de sources privées, qui pour certains pays en développement se conjugue à de fortes restrictions ou à l'absence virtuelle d'accès à ces financements, montre bien que le secteur public a encore un rôle indispensable et important à jouer dans le financement du développement.

La diversité des mesures prises pour faire face à l'augmentation des entrées de capitaux traduit des divergences dans les objectifs assignés aux politiques et dans la perception de l'efficacité des instruments mis en oeuvre dans les pays d'accueil. Ces divergences font ressortir la nécessité d'un régime financier international assorti de règles suffisamment souples pour s'adapter à un vaste éventail de mesures de la part des pays en développement et des pays en transition visant le compte de capital de la balance des paiements.

La concentration des flux financiers s'applique à toutes les grandes catégories de financement faisant appel aux marchés internationaux de capitaux. Au cours des dernières années, plus des trois quarts des émissions obligataires internationales de pays en développement et de pays en transition ont été réalisées par quatre emprunteurs en Amérique latine et cinq en Asie. Plus de 60 % de la valeur des prêts consentis par des consortiums bancaires internationaux ont été accordés à six emprunteurs d'Asie 12/. Les émissions internationales d'actions, les émissions d'eurobons négociables à moyen terme et les émissions d'eurobillets de trésorerie se sont aussi caractérisées par une forte concentration, de nouveau sur des pays qui étaient déjà les principaux bénéficiaires des catégories de financement mentionnées plus haut. Ainsi, la grande majorité des pays en développement n'a pas profité de l'augmentation des financements en provenance des marchés financiers internationaux dans les années 90. Par exemple, les pays d'Afrique subsaharienne n'ont levé que peu de capitaux par des émissions de titres sur ces marchés, et le montant net des prêts bancaires internationaux à cette région a été largement négatif (toutefois, une analyse récente des chiffres donne à penser que ce tableau défavorable pourrait s'expliquer en partie par la faiblesse des systèmes nationaux de collecte de statistiques de la balance des paiements) 13/.

Comme le montre l'analyse détaillée exposée ci-dessus (chap. II, sect. B), la répartition des financements extérieurs a été variable même parmi les principaux bénéficiaires. Par exemple, la part des IED dans les flux de capitaux nouveaux a été de 70 % dans le cas de Singapour au cours de la période 1991-1994, tandis qu'en République de Corée, le chiffre correspondant était inférieur à 10 %. D'une manière générale, les prêts bancaires ont été une source de financement extérieur moins importante en Amérique latine qu'en Asie, tandis qu'un certain nombre de pays d'Asie ont reçu relativement peu de capitaux par le biais d'émissions internationales d'obligations et d'actions.

En outre, des différences marquées s'observent dans la relation entre ces entrées de capitaux, d'une part, et les grandes variables macro-économiques et les résultats économiques des pays bénéficiaires, d'autre part, les effets des premières étant déterminés notamment par le volume et la composition des flux, les mesures de contrôle des changes, les réglementations régissant les entrées et les sorties de capitaux, et enfin par les propres politiques économiques

des pays. Ainsi, dans certains pays, particulièrement en Asie, les entrées de capitaux ont été associées à une augmentation de l'épargne et de l'investissement intérieurs, tandis que, dans d'autres, elles se sont substituées à l'épargne intérieure au lieu de la compléter, de sorte qu'elles ont beaucoup moins contribué aux résultats économiques. Dans plusieurs pays bénéficiaires, les entrées de capitaux ont eu pour effet notable de fragiliser le système bancaire intérieur. En effet, les banques ont été tentées de recourir aux moyens financiers extérieurs disponibles à peu de frais pour financer des opérations en monnaie locale, notamment l'acquisition d'actifs non liquides. Il en a ainsi résulté un décalage entre les avoirs en devises et les échéances, dont les effets déstabilisateurs potentiels ont été particulièrement importants dans les pays où une réglementation prudentielle efficace faisait défaut.

Parmi les principaux bénéficiaires, rares sont les pays qui ont adopté une position largement ou totalement non interventionniste à l'égard des entrées de capitaux. Toutefois, des différences considérables ont marqué les mesures prises pour parer au désalignement et aux autres effets négatifs potentiels 14/.

Les pays bénéficiaires ont eu largement recours à l'intervention sur les marchés des changes pour éviter l'appréciation de leur monnaie. Cependant, lorsque les entrées de capitaux étaient importantes par rapport au déficit en compte courant, l'intervention a provoqué des conflits sérieux avec les objectifs de la politique monétaire intérieure.

Quand l'intervention n'a pas été stérilisée, l'augmentation rapide de la masse monétaire a mis en péril la maîtrise de la politique monétaire. L'augmentation de la masse monétaire a rarement entraîné une baisse des taux d'intérêt, découragé les entrées de capitaux ou atténué les pressions à la hausse sur la monnaie. Un durcissement budgétaire a été recommandé en vue de résoudre les problèmes posés par les interventions non stérilisées. Les mesures à mettre en oeuvre à cet effet consisteraient, premièrement, à restreindre l'absorption intérieure et, deuxièmement, à dégager un excédent budgétaire destiné à résorber l'excédent de l'offre de devises, qui pourrait servir à éponger la dette publique extérieure. Toutefois, la politique budgétaire a souvent manqué de la souplesse nécessaire. De plus, la marge disponible pour dégager des excédents budgétaires sans saper les efforts entrepris pour développer les infrastructures et le capital humain était généralement réduite. Par conséquent, très peu de pays ont été disposés à subordonner les objectifs de leur politique budgétaire à la lutte contre les effets de l'afflux de capitaux extérieurs.

La stérilisation d'une intervention sur le marché des changes, afin d'en compenser l'impact sur la masse monétaire et les prix par la vente de titres d'Etat portant intérêt, fait, par ailleurs, monter les taux d'intérêt, ce qui accélère les entrées de capitaux. En fait, l'émission de titres d'Etat à court terme et à rendement élevé pratiquée dans le cadre de la politique de stérilisation a elle-même eu pour effet d'attirer des capitaux extérieurs supplémentaires. Paradoxalement, on assiste souvent à une dégradation de la situation budgétaire du fait que les taux d'intérêt perçus sur le surcroît de réserves de change requis sont presque toujours inférieurs à ceux qu'il faut payer sur la dette publique à court terme. Ces déficits quasi budgétaires ont aussi en eux-mêmes contribué à l'augmentation de la masse monétaire dans les

pays où les interventions étaient été assez importantes et où l'écart entre les taux d'intérêt était appréciable.

D'autres méthodes de stérilisation ont été utilisées, par exemple l'encadrement du crédit intérieur par l'accroissement des réserves obligatoires, la mise en place de directives et de contrôles directs, et la hausse du taux d'escompte. Certains pays ont aussi eu recours à des swaps entre banques centrales, en vendant des devises à des institutions financières nationales tenues de les investir à l'étranger avec la garantie implicite que la banque centrale prendrait en charge toute perte causée par des écarts de taux d'intérêt ou des ajustements des taux de change. En général, ces mesures n'ont toutefois été que des palliatifs et, par les pertes et la hausse des taux d'intérêt qu'elles ont provoquées, elles ont souvent aggravé le problème qu'elles étaient censées résoudre.

Les problèmes soulevés par les interventions stérilisées ont conduit à adopter d'autres mesures pour faire face aux entrées de capitaux de grande ampleur. Par exemple, on a tenté de libéraliser les importations pour résorber l'offre excédentaire de devises. Une telle mesure peut toutefois entraîner une dépendance accrue à l'égard des importations ou une augmentation des importations de biens de consommation. La perte de recettes publiques induite par les réductions tarifaires associées à la libéralisation des importations peut aussi contribuer à déséquilibrer le budget de l'Etat.

L'adoption de politiques de change plus souples permet d'éviter ces effets négatifs. En se gardant de fixer des règles d'intervention officielle et d'annoncer à l'avance les dévaluations, en élargissant les marges de fluctuation des monnaies et en liant la monnaie à un panier plutôt qu'à une seule monnaie de référence, il est possible de rendre la politique monétaire plus efficace et de ralentir les entrées de capitaux grâce à l'incertitude ainsi engendrée sur les mouvements du taux de change. Cette approche comporte cependant le risque de sacrifier les avantages attachés à la stabilité du taux de change.

Il a aussi été fait de plus en plus largement appel à des contrôles plus directs sur les entrées de capitaux, mais avec de grandes différences entre les pays concernant le degré d'intégration de ces contrôles dans la politique globale de la balance des paiements par opposition à leur utilisation ponctuelle pour répondre aux problèmes soulevés par les entrées de capitaux. Par exemple, certains pays, notamment la République de Corée, ont lié ces contrôles à la situation de leur balance des transactions courantes : quand cette situation se dégradait, les restrictions aux entrées de capitaux étaient renforcées tandis que celles qui visaient les sorties de capitaux étaient assouplies, et vice versa lorsque la balance courante était excédentaire et la monnaie soumise à des pressions à la hausse. La principale considération stratégique, dans le cadre de cette approche, a été de préserver la compétitivité quelle que soit la situation, excédentaire ou déficitaire, de la balance des transactions courantes. Les flux de capitaux n'ont pas eu la possibilité de régir le taux de change et la balance courante; c'est plutôt l'évolution de ceux-ci qui a dicté la façon dont le contrôle des mouvements de capitaux était mis en oeuvre. Des restrictions ont été maintenues sur la détention et l'émission sur le marché intérieur d'actifs libellés en devises, si bien que les mouvements entre actifs intérieurs et actifs extérieurs ont plus probablement porté sur des transactions transfrontières. La régulation

des flux de capitaux s'en est trouvée grandement facilitée. D'autres pays, aussi bien en Amérique latine qu'en Asie, ont aussi régulé avec succès les flux de capitaux, mais en adoptant une démarche quelque peu différente. Ils n'ont recouru à la réglementation des entrées ou à la déréglementation des sorties (ou aux deux à la fois) que lorsque les entrées de capitaux avaient déjà commencé à saper la compétitivité ou à creuser le déficit de la balance des transactions courantes (ou les deux à la fois), ou lorsque l'intervention sur le marché des changes s'était déjà révélée problématique pour les raisons exposées plus haut. De la sorte, ces pays ont connu une plus grande instabilité des flux de capitaux, de la balance courante et du taux de change.

Les mesures mises en oeuvre par les pays en développement pour maîtriser les entrées de capitaux ont notamment revêtu la forme de taxes et de restrictions à caractère quasi fiscal, outre les limitations, plus directes, appliquées aux opérations en capital et mentionnées dans la section D plus haut. Une distinction a souvent été faite à cet égard entre les IED et les investissements de portefeuille, ainsi qu'entre les différentes catégories de transactions en capital.

L'un des instruments de contrôle les plus efficaces, conçu pour résorber l'écart d'arbitrage entre le rendement des actifs extérieurs et celui des actifs intérieurs, a été l'institution de réserves obligatoires non rémunérées sur les entrées de capitaux. Des obligations de réserves variables ont été mises en place lorsqu'il est apparu que la fixation d'un niveau unique de réserves obligatoires qui ne nuise pas à l'investissement à long terme ne permettait pas de freiner les entrées de capitaux à court terme. En pareil cas, le ratio de réserves variait en proportion inverse de l'échéance de l'investissement. Les obligations de réserves découragent les entrées de capitaux en réduisant le taux de rentabilité effectif, et ont ainsi un effet comparable à celui d'un prélèvement sur les transactions en devises. Ces obligations de réserves ont été mises en oeuvre indépendamment des règles prudentielles normales. Des pays d'Amérique latine ont aussi imposé des taxes sur certaines entrées de capitaux.

L'acquisition d'actifs à l'étranger par les banques et les investisseurs institutionnels a été soumise à des exigences en matière de fonds propres modulées en fonction des risques encourus. Les dépôts en devises, les emprunts en monnaies étrangères et les crédits interbancaires ont été pris en compte dans l'établissement de la base de calcul des réserves obligatoires et des ratios de liquidité. Dans les pays ayant réussi à maîtriser les entrées de capitaux, les réglementations destinées à réduire les décalages entre avoirs et engagements en devises et à restreindre les positions de change ouvertes étaient généralement un élément permanent du système financier. Un certain nombre de restrictions quantitatives ont aussi été mises en place, notamment sur les émissions d'obligations extérieures et les American Depository Receipts (ADR) : conditions concernant le montant minimal des emprunts et la notation de l'emprunteur, interdiction de la vente d'instruments du marché monétaire, comme les bons du Trésor, à des non-résidents, interdiction des swaps à des fins non commerciales entre banques commerciales, limitation quantitative des emprunts extraterritoriaux par les entreprises publiques et les banques commerciales, ainsi que des transactions à terme avec des non-résidents.

D'après l'expérience acquise jusque-là, il semble que la bonne maîtrise des flux de capitaux dépende de la combinaison souple et pragmatique des instruments de la politique macro-économique et de réglementations destinées à atténuer la volatilité de ces flux en décourageant l'arbitrage des taux d'intérêt, en limitant la spéculation déstabilisatrice et en évitant la formation de bulles liées au prix des actifs et aux taux de change. Si la mise en place de politiques macro-économiques caractérisées par leur cohérence et par la discipline budgétaire et monétaire est la condition préalable indispensable à la maîtrise des flux de capitaux, ces politiques doivent néanmoins s'accompagner d'autres mesures agissant directement sur le compte de capital.

F. AUTRES MESURES GLOBALES

1. Introduction

Comme il est expliqué dans la section D ci-dessus, les pays de l'OCDE assument désormais des obligations dans le cadre du Code de libéralisation des mouvements de capitaux et du régime de l'UE, qui restreignent considérablement leur liberté d'utiliser des mesures de contrôle visant les capitaux. Le débat se poursuit toutefois dans ces pays au sujet des mesures internationales qui permettraient, tout en respectant ces contraintes, de mettre de l'ordre sur les marchés financiers et d'éviter les crises provoquées par l'instabilité des mouvements de capitaux, ainsi que de résoudre celles qui pourraient néanmoins se produire. Les mesures envisagées comprennent, notamment, l'intégration financière, les politiques macro-économiques de convergence économique, la création d'une instance internationale jouant le rôle de prêteur en dernier ressort, des dispositions destinées à empêcher que les difficultés de balance des paiements ne dégénèrent en crises financières de grande ampleur, de nouvelles techniques d'intervention officielle sur les marchés monétaires, l'amélioration de la surveillance prudentielle des entreprises impliquées dans le financement international, et diverses mesures fiscales et réglementaires destinées à atténuer l'instabilité financière internationale 15/. Les mesures examinées dans la présente section visent, pour la plupart, essentiellement l'instabilité financière et la volatilité des mouvements de capitaux entre les pays de l'OCDE. Elles prennent toutefois aussi en compte l'évolution découlant de l'intégration des marchés financiers et ses conséquences pour les pays en développement. En outre, les avantages présentés par des marchés financiers plus ordonnés profiteraient aussi aux pays en développement.

2. L'union monétaire et l'intégration financière

L'un des moyens d'éviter les problèmes causés par les effets sur les taux de change de la volatilité des mouvements de capitaux consiste à créer une monnaie unique. L'union monétaire n'est pas une perspective réalisable à l'échelle mondiale, mais elle est envisagée pour les pays de l'Union européenne (UE) dans le cadre du Traité de Maastricht. La réalisation de l'union monétaire exige de l'avis général la convergence des membres potentiels sur certains critères économiques clefs - c'est-à-dire pour l'UE, la stabilité des taux de change, un écart des taux d'intérêt par rapport à un niveau de référence ne dépassant pas un chiffre spécifié, et le maintien de la dette publique et du déficit budgétaire dans des limites acceptables. Cependant, des règles comme celles qui sont édictées dans le Traité de

Maastricht sont par essence déflationnistes, car elles exigent que les pays qui ont des déficits excessifs adoptent des mesures restrictives, sans obligations symétriques d'adopter des politiques monétaires ou budgétaires plus expansionnistes de la part des pays qui le peuvent sans cesser de respecter les critères budgétaires établis par le Traité 16/. De plus, le comportement des taux de change examiné dans la section B plus haut fait douter que la convergence progressive des fondamentaux économiques permette de réaliser la stabilité nécessaire des taux de change en régime de liberté des mouvements de capitaux.

Un accord politique sur la création d'une monnaie unique n'est pas la seule approche possible pour parvenir à l'intégration financière. On peut aussi procéder "de bas en haut", si l'on peut dire, au lieu d'adopter la démarche "de haut en bas" qui est celle de la monnaie unique, et ce en misant sur l'incitation par les profits au niveau des banques et autres institutions financières de façon à mettre en oeuvre un processus ordonné et continu d'ajustement des paiements extérieurs 17/. Toutes les restrictions sur l'utilisation des monnaies des pays membres seraient levées, de sorte que celles-ci auraient cours légal dans l'ensemble de la région financièrement intégrée. Les banques offriraient donc ainsi des dépôts dans l'une quelconque des monnaies de la région et il serait par conséquent logique qu'elles détiennent aussi des dépôts en devises dans leurs réserves obligatoires et des actifs étrangers à court terme dans leurs réserves de seconde ligne. Un déséquilibre des paiements extérieurs dans une partie quelconque de la région, provoqué par des flux d'opérations courantes ou d'opérations en capital, obligerait les banques de la région déficitaire à vendre des actifs étrangers, ce qui aurait pour effet d'augmenter les dépôts intérieurs des banques dans la région excédentaire et de les réduire dans la région déficitaire. Les écarts de taux d'intérêt qui découleraient probablement de ces opérations bancaires joueraient alors en faveur de la région déficitaire, de sorte que les banques de la région excédentaire seraient incitées, par les rendements plus élevés qu'elles pourraient obtenir, à accroître leurs actifs de la région déficitaire, engendrant ainsi automatiquement une augmentation de la demande de sa monnaie.

3. Politiques de convergence macro-économique

Les politiques macro-économiques destinées à favoriser une convergence sur des variables fondamentales telles que l'inflation, les taux d'intérêt et les déficits budgétaires sont souvent présentées comme l'élément clef d'une stratégie visant à réaliser une plus grande stabilité financière internationale. La principale difficulté de cette approche est qu'elle exige un accord international sur le niveau adéquat de ces fondamentaux et sur les mesures nécessaires pour y parvenir, accord auquel devraient adhérer les Etats-Unis, les pays de l'UE (ceux qui entreront finalement dans l'union monétaire et ceux qui resteront en dehors), le Japon et d'autres pays encore. De surcroît, et c'est peut-être encore plus important, les faits examinés dans la section B plus haut font douter que les marchés monétaires et les flux internationaux de capitaux soient aussi étroitement liés aux fondamentaux économiques que ne le suppose cette approche. Il semble, en fait, d'après l'expérience, que les théories sur lesquelles s'appuient les tenants de la convergence sur ces fondamentaux ont peu de rapport, voire aucun, avec les indicateurs utilisés par les acteurs des marchés financiers pour guider leurs décisions concernant leurs avoirs dans les différentes monnaies.

4. Un prêteur international en dernier ressort

Les banques centrales sont généralement mises à contribution pour soutenir les institutions financières confrontées à des pénuries temporaires de liquidités, afin d'éviter qu'elles ne tombent dans une situation d'insolvabilité plus générale. Au niveau international, une instance analogue fait défaut, alors que la volatilité des mouvements internationaux de capitaux est maintenant capable de soumettre des économies entières à rude épreuve (souvent dans des situations où il est difficile de justifier ces mouvements sur la base des données fondamentales ces économies). Un prêteur international en dernier ressort devrait disposer d'importantes ressources financières et avoir accès à toutes les grandes monnaies.

On avait initialement envisagé de confier au FMI, dans le cadre du système financier international de l'après-guerre, un rôle comportant plusieurs des caractéristiques d'un prêteur international en dernier ressort. Ce rôle ne devait toutefois concerner que les opérations courantes et son extension aux transactions en capital exigerait la réinterprétation de l'article VI (décrit plus haut dans la section D). Les actuelles propositions de création d'un mécanisme de financement à court terme sont destinées à permettre au FMI de jouer un rôle plus actif de prêteur de dernier recours auprès des pays en développement et, éventuellement, d'autres pays 18/. Les ressources mises en oeuvre par ce mécanisme devraient être mobilisables rapidement pour compenser l'impact qu'auraient sur les paiements extérieurs des pays des sorties de capitaux dues à des renversements de tendance sur les marchés et aux pressions spéculatives sans rapport avec les fondamentaux économiques. Dans de semblables situations, il contribuerait à éviter une dépréciation excessive des monnaies et la déflation, et atténuerait les risques de cessations de paiement au niveau international.

La récente crise mexicaine fournit des arguments de poids en faveur d'un tel mécanisme. Sa création exigerait des décisions portant sur des questions telles que les pays visés, les procédures de décaissement, les conditions dont seraient assortis les droits de tirage, le niveau d'accès en relation avec les quotes-parts du FMI, la durée des prêts, le montant des ressources financières allouées au mécanisme et les modalités selon lesquelles il se les procurerait. L'envergure d'un tel mécanisme soulève un problème particulièrement ardu, car le soutien financier mobilisé lors des récentes crises financières a fréquemment été supérieur de plusieurs multiples aux quotes-parts actuelles du FMI. Les difficultés que soulève la mise en oeuvre de l'initiative du Groupe des Dix en faveur d'un accroissement des ressources affectées aux accords généraux d'emprunt, qui fournissent une ligne de crédit au FMI, mettent en relief quelques-uns des problèmes qu'il faudrait affronter. Selon cette initiative, le groupe de pays qui fourniraient des ressources pour cette ligne de crédit serait élargi, mais des désaccords sont apparus sur l'association des nouveaux pays participants au processus de décision concernant l'utilisation de ces ressources.

La création d'un tel mécanisme semblerait aller de pair avec une surveillance plus étroite des politiques et des performances des pays. Il serait en outre raisonnable de s'attendre, en complément de la mise en place d'un mécanisme international de prêt en dernier ressort, à des pressions en faveur de divers types d'actions qui pourraient contribuer à mettre plus d'ordre sur les marchés financiers internationaux 19/. L'une des

propositions fréquemment avancées dans ce contexte, concernant les politiques de convergence macro-économique, a été mentionnée plus haut. Les deux propositions qui suivent immédiatement ont été en tout ou en partie inspirées par le débat sur les politiques qui s'est ouvert à la suite de la crise mexicaine, tandis que celles qui sont abordées ensuite sont plus anciennes.

5. Dispositions plus ordonnées pour résoudre les problèmes de paiements extérieurs des pays émergents

La crise financière du Mexique a rouvert le débat sur la mise en place de dispositions formelles permettant de résoudre les problèmes de paiements et de dette extérieurs, qui soient moins ponctuelles que les mesures ad hoc auxquelles on a actuellement recours et moins susceptibles d'alimenter des controverses sur les politiques internationales appropriées en pareil cas. Ces dispositions auraient notamment pour but d'étouffer dans l'oeuf les problèmes qui risqueraient de dégénérer en crises de grande ampleur marquées par un effondrement du taux de change et de l'activité économique, par la mise en péril du système bancaire et par la menace d'éventuelles retombées sur les marchés financiers d'autres pays.

L'une des propositions les plus cohérentes ^{20/} à cet effet préconise les principaux éléments suivants : un rôle de signalisation pour le FMI qui, lorsque les circonstances le justifieraient, autoriserait un pays débiteur à suspendre temporairement les paiements au titre du service de sa dette, et rendrait ensuite sa décision publique afin de parer à tout mouvement de panique sur les marchés financiers; la constitution d'un comité représentatif d'obligataires, qui minimiserait l'incertitude sur les pouvoirs dans les négociations relatives à la restructuration de dettes sous forme d'obligations extérieures; un service de médiation et de conciliation destiné à accélérer les négociations entre le débiteur et le comité des obligataires; la possibilité d'introduire des changements dans les conventions de prêt visant à permettre à la majorité des créanciers de modifier les conditions dans l'intérêt d'un règlement rapide des restructurations de dette, en sorte que de faibles minorités ne puissent bloquer le processus de négociation; et enfin un tribunal arbitral devant lequel les créanciers en désaccord pourraient se pourvoir en dernier recours - disposition qui, espère-t-on, devrait faciliter l'acceptation des innovations contractuelles concernant les conventions de prêt. Le rôle du FMI dans le cadre de cette proposition serait très proche de celui qui est envisagé dans le cas où serait créé un mécanisme de prêt en dernier ressort. Les problèmes des pays qui cessent temporairement d'assurer le service de leur dette seraient réglés principalement par la voie de négociations avec les créanciers. Toutefois, le FMI recevrait des ressources supplémentaires qui pourraient être mobilisées rapidement dans les situations où la stabilité du système bancaire du débiteur est menacée, lorsqu'il y a risque de contagion sous forme d'une propagation de l'instabilité à d'autres marchés financiers émergents, ou lorsque le mouvement spéculatif contre le pays débiteur a un caractère autonome déconnecté de la faiblesse des fondamentaux.

Cette proposition ne contribuerait à mettre de l'ordre sur les marchés financiers que si le moratoire sur le paiement du service de la dette approuvé par le FMI dans l'attente d'arrangements plus réguliers pour régler les problèmes d'un débiteur empêchait la fuite des investisseurs. Les auteurs

estiment que, dans le cas du Mexique à la fin de 1994, l'approbation par le Fonds d'une suspension des paiements du service de la dette au titre des *tesobonos* et des *cetes* aurait permis d'enrayer la crise en mettant fin à la vente massive des actifs mexicains, de sorte qu'il n'aurait pas été nécessaire de financer le sauvetage des investisseurs privés en recourant à des fonds publics, mais pas forcément d'éviter de nombreuses autres conséquences négatives, par exemple les retombées sur les autres marchés financiers 21/. A leur avis, il est toutefois extrêmement improbable que l'adoption de mesures comme celles qui ont été prises face à la crise mexicaine se renouvelle, et leur proposition contribuerait à atténuer l'instabilité associée à d'éventuelles crises futures, puisque l'on saurait à l'avance qu'il ne faudrait plus compter sur des programmes massifs de sauvetage. Les doutes que peut susciter cette proposition concernent la difficulté d'anticiper à la fois la dynamique des crises financières internationales et la réaction des créanciers.

6. Normes internationales de surveillance prudentielle

Au niveau national, le dispositif de réglementation du système financier comprend non seulement une instance de prêt de dernier recours et des dispositions ordonnées pour régler les cas d'insolvabilité, mais aussi une surveillance prudentielle des entreprises financières. On a assisté ces dernières années à un effort visant à mettre sur pied un régime international de surveillance prudentielle qui couvrirait les opérations transfrontières, en expansion rapide, de ces entreprises.

Les initiatives internationales destinées à améliorer la surveillance prudentielle des banques concernant ces opérations remontent aux années 70, les autorités de tutelle des pays dotés de places financières importantes ayant pris conscience du fait qu'une défaillance bancaire de grande ampleur pourrait avoir un effet déstabilisateur susceptible de faire tache d'huile. Ces initiatives ont été prises essentiellement à l'instigation du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et de la Banque des règlements internationaux (BRI) 22/. Le Comité de Bâle s'est tout d'abord attaché à renforcer les normes de surveillance prudentielle des banques internationales et à améliorer la coopération internationale en matière de surveillance, à renforcer le contrôle interne des risques de crédit dans les banques internationales et à élaborer des normes internationales uniformes visant le ratio à respecter entre les fonds propres des banques et les risques de crédit qu'elles encourent. Récemment, le Comité de Bâle a porté son attention sur la couverture des risques de marché, notamment ceux qui sont liés à la variation de la valeur des différents éléments du portefeuille de négociation des banques. D'autres organismes associés à la BRI se sont intéressés à la réduction des risques liés aux paiements et aux systèmes de règlement, à l'établissement de statistiques sur le marché mondial des changes et sur les instruments financiers qui y sont étroitement liés, et enfin aux normes de surveillance et de comptabilité visant les conglomérats financiers. Ces initiatives devraient contribuer à une plus grande solidité financière et à une amélioration de la gestion des risques des banques internationales.

Les effets de ces initiatives ne se limitent pas aux membres du Comité de Bâle et de la BRI. En effet, les normes établies par le Comité de Bâle sont acceptées par de nombreux autres pays. Le processus se renforcera du fait que de nombreux pays insisteront, au cours des négociations sur les services

financiers dans le cadre de l'OMC, pour que les autorités de tutelle du secteur bancaire respectent ces normes comme condition d'accès du pays au marché. Les initiatives internationales sur la surveillance ont toutefois été principalement axées sur le risque de défaut de paiement. Un contrôle interne renforcé et une meilleure répartition des fonds propres entre les différentes activités des banques pourront réduire la participation de celles-ci à la spéculation, mais ne la feront pas disparaître. De surcroît, la compétence des autorités de surveillance des banques ne s'étend pas, dans de nombreux pays, aux maisons de titres (dont les organismes de tutelle sont représentés dans d'autres organisations multilatérales, par exemple l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV)), ni a fortiori au nombre croissant d'entreprises non financières qui prennent désormais d'importantes positions sur les marchés financiers internationaux. Les activités de ces entreprises non bancaires sur les marchés sont généralement considérées comme étant en grande partie à l'origine de la récente instabilité financière internationale.

7. Les exigences en matière de fonds propres et la lutte contre la spéculation sur les monnaies

On a suggéré d'utiliser plus directement les règles prudentielles visant les fonds propres des banques pour limiter la spéculation sur les monnaies. La fonction primordiale des fonds propres des banques est d'éponger les pertes qui pourraient mettre en péril la poursuite de leur activité. Toutefois, si le montant des positions de bilan autorisées par la réglementation bancaire est lié aux fonds propres qui les garantissent, des exigences analogues peuvent aussi restreindre la participation des banques à des activités particulières. On a proposé en conséquence de renforcer les exigences en matière de fonds propres par l'application d'un coefficient supplémentaire pour les positions de change ouvertes des banques, de façon à rendre plus onéreuse pour elles la spéculation sur les monnaies 23/. L'accord devrait s'étendre à toutes les places financières sous peine d'être mis en échec par la fuite du négoce des devises vers d'autres places où ce coefficient supplémentaire ne serait pas appliqué.

L'établissement d'un tel coefficient à titre permanent poserait cependant un problème important, car il serait en désaccord avec l'approche de la gestion des risques de marché adoptée dans les procédures de détermination des exigences de fonds propres visant à couvrir ces risques, qui ont été adoptées par le Comité de Bâle au début de 1996 24/. Selon ces procédures, qui sont destinées à servir de base à des réglementations dont la mise en oeuvre est prévue pour la fin de 1997, les banques seront autorisées à utiliser leurs propres systèmes de gestion des risques pour mesurer les risques de marché. Au coeur de ces procédures figure la mise en place d'un ratio de fonds propres des banques fondé sur la mesure donnée par leurs modèles internes, de la valeur exposée de leur portefeuille de négociation, c'est-à-dire de la perte maximale possible sur ce portefeuille au cours d'une période donnée pour un niveau de confiance donné. Une certaine marge serait autorisée pour tenir compte des effets de corrélation entre grandes catégories de risques (taux d'intérêt, taux de change, cours des actions et des obligations), de façon que le risque de marché associé aux positions de change ne soit pas isolé. Une autre méthode de calcul des ratios de fonds propres qui n'isole pas les positions en devises et en métaux précieux est aussi possible, mais le fait que les banques utiliseront d'une façon générale leurs modèles

internes pour déterminer leurs ratios de fonds propres entraînera un manque d'uniformité dans l'estimation de ces ratios. Par conséquent, alors que l'établissement de ratios de fonds propres destinés à freiner la spéculation sur les monnaies reste possible, une telle mesure serait en désaccord avec l'approche de la gestion des risques adoptée dans les lignes directrices édictées en 1996 par le Comité de Bâle. Le recours à de semblables ratios semble plus indiqué comme mesure d'urgence, en cas de crise sur le marché des changes, que comme mesure permanente (encore que, dans ce cas, leur efficacité serait probablement souvent limitée).

8. Nouvelles méthodes d'intervention sur les marchés des changes

Les récentes innovations financières qui ont été mises en place pour faciliter la gestion des risques ont offert de nouvelles possibilités non seulement aux acteurs du secteur privé sur les marchés financiers internationaux, mais aussi aux autorités monétaires. L'intervention des banques centrales sur le marché au comptant, aussi bien que sur le marché à terme des changes, est une tradition ancienne. La création de marchés à terme comme vecteurs de cette intervention avait été préconisée par Keynes dans l'entre-deux-guerres. Etant donné la relation qui existe entre les primes à terme et les écarts internationaux de taux d'intérêt, Keynes avait proposé l'intervention de la banque centrale sur le marché à terme comme moyen d'influer sur les mouvements de capitaux sans modifier les taux d'intérêt officiels. La possibilité de défendre ainsi le taux de change au comptant sans coût immédiat pour les réserves officielles a fait l'objet d'analyses approfondies dans la littérature spécialisée 25/, et l'intervention a joué un rôle important dans la défense de la livre sterling au cours des années 60. Les contrats à terme sur devises sont une forme d'instrument dérivé, de sorte qu'il n'est guère surprenant que la récente prolifération de ces nouveaux instruments se soit accompagnée de propositions visant leur utilisation par les banques centrales à des fins de couverture pour prémunir leurs réserves de change, et d'intervention sur le marché des changes.

C'est ainsi que l'ancien directeur du Groupe des Trente a proposé que les banques centrales prennent des options de vente très en dehors sur leur monnaie pour défendre le taux de change contre les effets de fuites spéculatives massives de capitaux 26/. Cette technique serait relativement peu coûteuse puisque ces options hors du cours seraient assorties de primes peu élevées. En cas de pressions à la baisse sur la monnaie, les options pourraient être exercées, ce qui procurerait des réserves supplémentaires permettant de limiter la dépréciation. Les réserves pourraient aussi servir à stériliser les fonds mobilisés pour exercer l'option de vente.

Les utilisations potentielles des options aux fins d'intervention officielle sur le marché des changes sont nombreuses. Par exemple, la vente de devises avec couverture pourrait aussi être utilisée pour défendre la limite supérieure du taux de change de la monnaie. De même, pour parer à une appréciation non souhaitée de la monnaie causée par des entrées excessives de capitaux, la banque centrale pourrait prendre des options d'achat sur une monnaie étrangère. Le rapport Hannoun a même évoqué la possibilité qu'en prenant des options sur devises, ce qui permet de réduire les primes, les banques centrales puissent aussi atténuer la volatilité implicite, lançant ainsi un signal susceptible de contribuer à remédier au désordre du marché des changes 27/. Le résultat final d'une telle intervention n'apparaît

cependant pas clairement, puisque les variations de cours dues à la réduction de la volatilité implicite auraient un effet supplémentaire sur la couverture delta des positions d'options des opérateurs 28/.

Les produits dérivés offrent de toute évidence des instruments supplémentaires permettant aux banques d'intervenir sur les marchés des changes, mais deux réserves s'imposent. Premièrement, il faut qu'un marché des options existe dans la monnaie en question (condition qui exige en toute vraisemblance l'existence d'un marché à terme, la plupart des options étant prises sur des contrats à terme), mais en outre pour que l'intervention par le biais des options puisse se substituer valablement à celle qui serait exercée sur le marché à terme, il faut que le marché des options soit raisonnablement liquide. Deuxièmement, une banque centrale pourrait encourir des critiques, analogues à celles auxquelles elle s'expose si elle ne réussit pas à défendre la monnaie par son intervention sur le marché à terme, à savoir qu'elle a fourni une contrepartie aux ventes à terme lucratives des spéculateurs. Lorsque le recours à des options d'achat est un moyen de défense contre les sorties de capitaux, la banque centrale pourrait être blâmée d'avoir spéculé contre sa propre monnaie et, en cas de réussite de son initiative, d'avoir engendré des profits au bénéfice des banques en échange d'instruments qu'elle a laissés périr.

9. Taxation des opérations sur devises

Au cours du récent débat sur les moyens de lutter contre l'instabilité des marchés financiers internationaux, on a beaucoup discuté de l'idée d'imposer les opérations en devises, comme l'avait proposé James Tobin dans les années 70 29/. Une telle taxation, qui a aussi suscité de l'intérêt comme source potentielle de recettes destinées à diverses fins qui feraient l'objet d'un accord au niveau international, présente une série de problèmes délicats, sans être forcément insurmontables. Il faudrait décider où la taxe serait imposée, quel serait son taux et à quels instruments elle s'appliquerait.

La question du lieu est traitée de façon approfondie par Kenen dans un récent ouvrage consacré aux différents aspects de la "taxe Tobin" 30/. Kenen opte pour le ou les lieux où le marché est conclu de préférence à celui ou ceux où l'ordre est donné (ce qui n'est pas la même chose si l'ordre est passé au siège de la succursale à l'étranger de la banque de l'opérateur) ou au pays où le règlement a lieu (quand le règlement met en jeu le transfert de fonds entre correspondants bancaires). L'une des difficultés fréquemment évoquées à propos de la "taxe Tobin" est la possibilité que certaines places financières refusent de l'appliquer, de sorte que, comme dans le cas du coefficient supplémentaire de fonds propres des banques examiné dans la précédente sous-section, elles attireraient ainsi une part considérable du négoce des devises au détriment des autres places. Kenen suggère aussi une solution possible de ce problème, notamment l'imposition à des taux dissuasifs des transactions négociées sur des places où la taxe n'est pas appliquée. Cette mesure pourrait avoir un fort effet dissuasif sur le déplacement du négoce des devises vers des places financières secondaires mais, comme l'admet l'auteur, elle ne serait guère efficace au cas où il s'agirait d'une grande place financière (Londres, par exemple) déjà utilisée par de nombreux opérateurs.

Les décisions concernant le niveau et le champ d'application de la taxe ne sauraient faire l'économie d'un examen de leurs effets probables. Or, on est encore loin d'une conclusion définitive sur ces effets. Les partisans de la taxe ont constaté que l'expansion du négoce des devises s'était accompagnée d'une volatilité accrue des taux de change. Par conséquent, si la taxe parvenait à réduire le volume de ce négoce, selon leur raisonnement, elle devrait aussi réduire la volatilité 31/. Les faits prouvent effectivement qu'à de faibles taux, les taxes ou prélèvements peuvent avoir un effet important à la fois sur le niveau et sur la nature des transactions financières. Pour prendre un exemple récent, le prélèvement de 10 points de base imposé par la Réserve fédérale, en avril 1994, sur les découverts intrajournaliers a permis une réduction de 40 % de leur montant pendant les six mois qui ont suivi 32/. Un autre exemple est fourni par l'analyse du krach boursier d'octobre 1987 dans la publication *The quality of Markets Report*, qui attribuait le rôle alors limité des programmes de transactions automatisées sur la place de Londres en partie aux taxes et au droit de timbre 33/. Plus banalement, il convient aussi de rappeler que les fonds mutuels imposent quelquefois à leurs actionnaires des droits de sortie inversement proportionnels à la durée de détention 34/. Ces prélèvements ont pour effet de décourager les ventes résultant d'un comportement moutonnier des actionnaires (encore que l'impact qui en résulte sur la gestion des investissements du fonds ne soit qu'indirect).

Les analyses quantitatives sur la relation entre le volume des transactions et la volatilité se limitent principalement aux études boursières, qui ont été consacrées à des sujets tels que l'influence de l'absence de transactions sur la volatilité des rendements journaliers des valeurs 35/, et aux effets sur les marchés boursiers de l'introduction de taxes sur les transactions ou d'une hausse du coût des transactions. Deux études sur ce dernier point présentent un intérêt particulier dans le contexte de la "taxe Tobin". La première 36/ révèle que l'introduction d'une taxe sur les transactions à la bourse de Stockholm a causé une augmentation de la volatilité, et que la volatilité était d'autant plus forte que le taux de la taxe était élevé. La deuxième 37/, qui a trait aux effets sur la volatilité de l'abandon en mai 1975 du système des taux de commission fixes en vigueur depuis 193 ans à la bourse de New York, a confirmé l'absence de rapport inverse entre le taux des prélèvements sur les transactions et la volatilité. Les conclusions de ces études ne sont certes pas directement applicables au marché des changes, mais elles devraient cependant donner à réfléchir à ceux qui préconisent la taxation des transactions comme moyen d'atténuer la volatilité sur ce marché.

Les difficultés que soulève la prévision de l'effet de l'introduction d'une "taxe Tobin" sont renforcées par la complexité des techniques utilisées aujourd'hui par les opérateurs pour prendre des positions sur le marché des changes. Ces positions font souvent intervenir des combinaisons de transactions, notamment le recours à des produits dérivés. La volatilité dépend par conséquent du comportement des opérateurs sur des marchés étroitement liés mais distincts. Pour être efficace, une taxe sur les transactions devrait donc vraisemblablement s'appliquer à tous ces marchés. Toutefois, cette multiplicité des marchés rend d'autant plus difficile la prévision des effets d'une taxe sur les transactions.

L'institution d'une taxe d'une portée suffisamment large pour couvrir les instruments et les transactions en cause nécessiterait la solution de plusieurs problèmes délicats et parfois nouveaux concernant la conception des taxes. Les transactions au comptant et à terme sur le marché des changes semblent relativement simples : le taux de la taxe pourrait être établi en pourcentage de la valeur de la transaction. Les swaps de devises, qui combinent simultanément des transactions au comptant et à terme, sont généralement considérés sur le marché, du point de vue du prix, comme une transaction unique et pourraient donc être traités de la même façon au regard de la taxe, qui s'appliquerait alors à une seule opération au comptant ou à terme. Cela n'épuise pas toutefois le problème de la conception de la taxe, puisqu'il faut encore décider, par exemple, à quel moment la taxe serait exigible. Les contrats à terme de change pourraient aussi être taxés en pourcentage de la valeur théorique du contrat. Dans ce cas, la taxe, si elle est appliquée à la conclusion du contrat, aurait sur les flux de trésorerie un effet similaire à une augmentation de la marge initiale 38/. En ce qui concerne les swaps de monnaies 39/, la taxe sur les transactions pourrait être perçue sur les flux de paiements compensés 40/ et sur les échanges de principal, puisque ces paiements semblent correspondre le plus naturellement aux transactions en devises effectives qui sont associées à ces swaps.

La conception d'une taxe sur les transactions visant les options sur devises apparaît particulièrement difficile. Par exemple, ces options pourraient n'être taxées que lorsqu'elles ont été exercées. Cette solution aurait toutefois pour inconvénient de permettre le dénouement de positions en options non taxées par compensation sur le marché des options (c'est-à-dire sous forme de vente de contrats par les détenteurs de positions longues ou acheteurs et d'achat par les détenteurs de positions courtes ou vendeurs) et pourrait vraisemblablement renforcer l'attrait des options sur devises au détriment d'autres transactions comme instruments de couverture et de gestion de portefeuille, ainsi que de spéculation sur les monnaies. Stiglitz a proposé d'asseoir la taxe sur le prix d'exercice de l'option 41/. Les ventes et les achats seraient alors taxés à 50 % du taux applicable aux autres transactions en devises, le rendement d'une position longue à la vente combinée à une position courte à l'achat à un moment proche de l'échéance du contrat étant approximativement équivalent au rendement de l'investissement dans l'actif sous-jacent 42/. Toutefois, cette équivalence n'est valable que lorsque le prix d'exercice de l'option est égal au prix de l'actif sous-jacent et elle n'est donc pas applicable en toutes circonstances. Cette idée peut néanmoins déboucher sur une approche fructueuse de la conception de la taxe visant les options sur devises, notamment la décomposition des positions d'options en combinaisons équivalentes d'autres contrats pour lesquels la conception de la taxe sur les transactions est plus aisée.

10. Autres propositions

Un certain nombre d'autres propositions, aux objectifs analogues, ont été avancées, pour remédier aux inconvénients de la "taxe Tobin". Elles visent à éviter les problèmes soulevés par la difficulté de définir ce qu'est une transaction en devises. Dornbusch, par exemple, a proposé de taxer tous les paiements transfrontières 43/. Si cette approche a le mérite de la simplicité, elle n'éliminerait cependant pas toutes les formes d'évasion, puisqu'elle ne s'appliquerait pas aux prêts interentreprises en devises 44/. En outre, du fait qu'elle augmenterait le coût d'un plus grand

nombre de transactions que la "taxe Tobin", elle rencontrerait probablement une résistance politique encore plus forte. Cette proposition se heurte aussi à l'objection que la taxe frapperait les transactions courantes de façon disproportionnée par rapport aux opérations en capital.

On a proposé aussi, au lieu de taxer les transactions en devises pour réduire la spéculation sur les monnaies, d'imposer à un taux dissuasif les bénéfices à court terme procurés par les transactions sur devises, ce qui pourrait sembler naturel à maint économiste 45/. Un tel impôt pourrait être considéré comme un instrument destiné à atteindre des objectifs analogues à ceux qui sont visés par la taxe de 100 % sur les plus-values à court terme en ce qui concerne les actions, qui a été proposée par un célèbre investisseur des Etats-Unis, Warren Buffet 46/. Une telle taxe adoptée au niveau international devrait frapper les bénéfices à court terme provenant du négoce des devises à un taux uniforme, sous peine de conduire au déplacement de ce négoce vers des places où les taux sont moins élevés 47/. La mise en place d'une taxe de ce genre serait sans doute une tâche redoutable, mais les problèmes qu'elle poserait méritent néanmoins un examen un peu plus approfondi.

Les bénéfices des opérations sur les marchés financiers, y compris celles en devises, sont en général déjà assujettis à un impôt, de sorte qu'il serait facile de déterminer l'assiette d'une taxe établie au niveau international. Toutefois, les systèmes fiscaux préexistants au niveau national ne faciliteraient pas la conception d'une taxe internationale supplémentaire. En effet, ces systèmes sont très différents les uns des autres et, au regard des nouveaux instruments utilisés pour prendre des positions de change, ils sont souvent sous-développés 48/. En outre, les systèmes de plusieurs pays recourent à des concepts incompatibles avec l'approche systématique qu'il faudrait vraisemblablement mettre en oeuvre pour établir une taxe sur les bénéfices retirés des transactions.

Dans de nombreux pays, par exemple, le traitement fiscal des bénéfices associés aux positions en contrats à terme sur devises et en swaps de monnaies diffère selon qu'il s'agit d'opérations de couverture ou de spéculation, la distinction étant souvent faite sur la base du traitement comptable appliqué 49/. Etant donné que la taxation des bénéfices à court terme sur les transactions en devises aurait précisément pour but de freiner la spéculation, il paraîtrait logique de faire la même distinction aux fins de la taxe internationale en question. Il semble toutefois qu'il serait peut-être encore plus difficile de se mettre d'accord sur ce point, comme sur de nombreux autres aspects techniques d'une telle taxe, que sur les modalités pratiques d'une taxe sur les transactions.

11. Conclusion

L'examen des moyens à mettre en oeuvre pour parvenir à une plus grande stabilité sur les marchés financiers internationaux n'a pas abouti jusqu'ici à des résultats concluants. Les tenants du recours à des politiques permettant de parvenir au "juste" niveau des fondamentaux semblent oublier que le lien entre les fondamentaux et les décisions des opérateurs sur le marché des changes est souvent ténu. Les partisans de mesures visant les processus mis

en jeu dans les transactions se heurtent à la difficulté qu'il y a à délimiter le marché des changes et à parer aux effets de vaste portée de l'innovation financière qui progresse à un rythme rapide.

Sur certains marchés financiers, les structures institutionnelles permettent d'imposer des règles destinées à juguler la spéculation et à mettre les cours à l'abri de mouvements excessifs à court terme. Ces règles visent, par exemple, à limiter les fluctuations journalières des cours, à suspendre les cotations au moyen d'un coupe-circuit si la chute des cours atteint un montant donné, et à limiter les positions, c'est-à-dire le nombre de contrats qu'un spéculateur peut détenir. Le caractère mondial du marché des changes et les multiples canaux qui le relie aux autres marchés de produits financiers semblent toutefois exclure l'application de telles mesures sur ce marché 50/. En conséquence, l'établissement d'une chambre de compensation centrale des transactions sur devises a été réclamée par certains, mais les obstacles techniques, financiers, organisationnels et politiques qu'elle rencontrerait rendent cette idée quelque peu utopique.

L'innovation financière a donné naissance, ces dernières années, à un environnement caractérisé non seulement par une importante évolution des produits financiers qui sont assujettis à des mesures fiscales et régulatrices, mais aussi par la caducité partielle du cadre conceptuel traditionnel qui régissait la classification de ces produits. La façon dont les produits dérivés ont gommé toute distinction nette entre investissements à court terme et à long terme revêt une importance particulière à cet égard, tant et si bien que l'association traditionnelle entre l'échéance d'un investissement et son degré de permanence a perdu de sa signification. Grâce aux instruments dérivés, il est désormais possible de construire des équivalents synthétiques des investissements à long terme combinant ces instruments à des positions sur des actifs à court terme. Les avantages d'une éventuelle réduction de la spéculation obtenue par une augmentation des prélèvements sur les transactions (à la suite, par exemple, de l'introduction d'une "taxe Tobin") pourraient donc se voir annulés par le coût qui serait imputable à la rupture des processus de couverture et des méthodes désormais normales de gestion des risques financiers transfrontières. De plus, un accord international sur l'imposition de prélèvements plus lourds sur les transactions devrait intervenir à un moment où les responsables des régimes fiscaux et régulateurs nationaux s'efforcent d'adapter ces régimes à ce qu'un célèbre analyste des marchés financiers a appelé le "nouveau monde financier" 51/.

Il ne faudrait pas toutefois que les difficultés présentées par les mesures à mettre en oeuvre pour lutter contre l'instabilité financière détournent l'attention des conséquences économiques potentiellement néfastes de cette instabilité. L'inquiétude provoquée par l'instabilité financière atteint en général son point culminant après les périodes de désordre sur les marchés des changes, pour s'apaiser ensuite progressivement lorsque le calme revient. Il est possible de concevoir un avenir dans lequel les périodes de désordre deviendraient moins fréquentes et leurs effets plus circonscrits. Par exemple, l'UE parviendra peut-être à l'union monétaire, dont le champ s'étendra progressivement à des Etats membres de plus en plus nombreux, tandis qu'une meilleure gestion des risques et un contrôle plus étroit des positions de change ouvertes des institutions financières pourraient aisément conduire à une réduction de leur participation à la spéculation. Cependant, ce scénario

optimiste lui-même ne mettrait pas d'importants compartiments du marché des changes à l'abri des mouvements spéculatifs, et des scénarios plus pessimistes ne sont pas exclus. La persistance des désalignements et de la volatilité associée à l'instabilité du marché des changes pourrait menacer les relations commerciales entre pays et plus généralement mettre en cause le renforcement de la cohérence globale des politiques économiques, objectif aujourd'hui publiquement revendiqué par les gouvernements 52/.

Notes

1/ Notamment *Rapport sur le commerce et le développement, 1992*, deuxième partie, chap. I et annexe II; *Rapport sur le commerce et le développement, 1993*, première partie, chap. III, et deuxième partie, chap. III; *Rapport sur le commerce et le développement, 1994*, première partie, chap. III; et *Rapport sur le commerce et le développement, 1995*, première partie, chap. II.

2/ Voir *Rapport sur le commerce et le développement, 1990*, deuxième partie, chap. I, et *Rapport sur le commerce et le développement, 1994*, deuxième partie, annexe du chapitre II.

3/ Voir l'enquête sur les opinions des investisseurs internationaux concernant la bourse de Hongkong, entreprise à la suite du krach d'octobre 1987 et relatée dans Securities Review Committee, *The Operation and Regulation of the Hong Kong Securities Industry: Report of the Securities Review Committee* (Hongkong, 1988), appendice 9.

4/ Voir, par exemple, M.R. Rosenberg, *Currency Forecasting: a Guide to Fundamental and Technical Models of Exchange Rate Determination* (Chicago, etc. : Irwin, 1996), p. 337 et 379. Une critique plus radicale de l'idée même que des fondamentaux identifiables déterminent les dénouements sur les marchés a été émise par l'un des acteurs les plus connus des marchés des changes mondiaux, George Soros. Selon lui, les intervenants sur le marché ont une connaissance nécessairement imparfaite de ces dénouements, mais elle sert néanmoins de base à leurs décisions, qui déterminent les dénouements ultérieurs. Cette théorie (que Soros a baptisée "reflexity") relie les faits aux perceptions et les perceptions aux faits selon un modèle en "lacet", [qui donne] une théorie de l'histoire du même nom. Il est facile de voir que sur les marchés des changes, ces interactions peuvent causer des mouvements cumulatifs des cours. G. Soros, *The Alchemy of Finance: Reading the Mind of the Market* (Londres: Weidenfeld and Nicholson, 1988), chap. 1 et 3.

5/ Voir, par exemple, J.A. Frankel et A.K. Rose, "A survey of empirical research on nominal exchange rates", *NBER Working Paper No. 4865*, 1994.

6/ Pour un exposé non technique plus complet des techniques de gestion du risque financier, voir D. Ross, I. Clark et S. Taiyeb, *International Treasury Management* (New York; New York Institute of Finance Corp., 1987), chap. 3 et 4. Des études de cas sur la gestion du risque de change se trouvent dans G.J. Millman, *The Floating Battlefield: Corporate Strategies in the Currency Wars* (New York : AMACOM, 1990).

7/ Il convient de noter que le risque financier et le risque concurrentiel peuvent être interdépendants. Cette remarque peut être illustrée par un exemple tiré de Ross, Clarke et Taiyeb (*op. cit.*, p. 7). Soit une entreprise hypothétique qui importe du vin du pays B dans le pays A. Contrairement à ses concurrents, elle couvre ses achats dans la monnaie du pays B tôt dans l'année sur le marché à terme. Or, une année, survient une baisse du cours au comptant de l'ordre de 25 %. Si les coûts de la société hypothétique étaient bloqués sur le cours du terme alors que ses concurrents seraient en mesure de vendre à des prix inférieurs de 25 % aux siens, elle risquerait la faillite. Des instruments de gestion récemment mis au point permettent aux entreprises de se tirer plus facilement de semblables situations. Par exemple, elles peuvent acheter, moyennant un supplément de prix, des contrats à terme avec option d'inverser le contrat si le cours au comptant atteint un certain niveau (*break-forward contracts*).

8/ Pour un examen des estimations des effets des fluctuations des taux de change sur le commerce international, voir la section B de l'étude du secrétariat de la CNUCED, "The exchange-rate system", dans *Compendium of Selected Studies on International Monetary and Financial Issues for the Developing Countries* (UNCTAD/ST/MFD/4), publication des Nations Unies, numéro de vente : E.87.II.D.3, et *Exchange Rate Volatility and World Trade*, IMF Occasional Paper No. 28 (Washington, D.C. : FMI, 1984), chap. IV à VI. Il n'est guère surprenant que ces estimations empiriques ne donnent pas des résultats très concluants car, selon Paul Volcker, ancien président du Système de réserve fédérale des Etats-Unis, "dans un monde où tant de choses agissent en même temps, il est difficile de déterminer les effets d'un facteur isolé. Toutefois, la logique de la situation me laisse penser que, sur une longue période, les coûts pour l'efficacité économique doivent être importants". P. Volcker et T. Gyohten, *Changing Fortunes: the World's Money and the Threat to American Leadership* (New York : Times Books, 1992), p. 292 et 293.

9/ Il est aussi possible de recourir à une intervention officielle sur les marchés des changes pour limiter l'instabilité à court terme du change (voir ci-dessous, sect. F).

10/ Les restrictions appliquées par les pays en développement en réponse aux récentes entrées de capitaux sont examinées dans la section suivante.

11/ Dans le cadre de sa fonction de surveillance des régimes de change, le FMI encourage fréquemment divers degrés de libéralisation des transactions financières par ses pays membres. Voir P.J. Quirk, O. Evans et al., *Capital Account Convertibility: Review of Experience and Implications for IMF Policies*, IMF Occasional Paper 131 (Washington, D.C. : FMI, octobre 1995), p. 5 à 7 et 22 à 24.

12/ Sur la concentration de la répartition du financement extérieur en 1995, voir chap. II, sect. A ci-dessus.

13/ Voir L. Kasekende, D. Kitabire et M. Martin, "Capital inflows and macroeconomic policy in sub-Saharan Africa", communication présentée à la conférence *"Global Capital Flows in Economic Development"*, p. 7.

14/ L'exposé qui suit s'inspire largement de G. Le Fort et C. Budnevich, "Capital account regulations and macroeconomic policy: two Latin American experiences", et Y.C. Park et C.-Y. Song, "Managing foreign capital flows:

the experiences of Korea, Thailand, Malaysia and Indonesia", communications présentées à la conférence "*Global Capital Flows in Economic Development*".

15/ Cette liste de mesures globales possibles se limite principalement aux idées émises à la conférence "*Global Capital Flows in Economic Development*" et n'est donc aucunement exhaustive.

16/ Voir *Rapport sur le commerce et le développement, 1993*, deuxième partie, chap. I, sect. C.

17/ Une approche analogue a été suggérée pour résoudre les problèmes d'instabilité financière entre les Etats-Unis, le Japon et l'UE par Toyoo Gyohten (dans *Changing Fortunes...*, p. 309 et 310). Le mécanisme de l'ajustement des paiements extérieurs selon cette approche a été décrit en détail par James Ingram dans une série de publications des années 60 et 70, qui ont été condensées dans L.B. Yeager, *International Monetary Relations: Theory, History, and Policy*, 2ème édition (New York, etc. : Harper and Row, 1976), p. 634 à 636.

18/ Au sujet de cette proposition, voir J. Williamson, "A New facility for the IMF?", *International Monetary and Financial Issues for the 1990's, Research Papers for the Group of Twenty-Four*, vol. VII (publication des Nations Unies, numéro de vente : E.96.II.D.2).

19/ Au sujet des éléments d'un système amélioré de régulation du système monétaire international, voir E.V.K. Fitzgerald, "Intervention versus regulation: the role of the IMF in crisis prevention and management", communication présentée à la conférence, "*Global Capital Flows in Economic Development*", reproduit dans *UNCTAD Discussion Paper No. 115*.

20/ B. Eichengreen, R. Portes et al., *Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors* (Londres : Center for Economic Policy Research, septembre 1995), chap. 5, qui a servi de base à la communication présentée par Eichengreen à la conférence "*Global Capital flows in Economic Development*".

21/ La mention, dans ce contexte, par Eichengreen et Portes, de la suspension des paiements du service de la dette sur les instruments intérieurs de dette à court terme émis par le Gouvernement mexicain montre le gommage des distinctions traditionnelles entre dettes intérieures et dettes extérieures résultant de l'intégration mondiale des marchés financiers.

22/ Au sujet des travaux du Comité de Bâle, voir, par exemple, *Rapport sur le commerce et le développement, 1992*, deuxième partie, annexe I, et *Rapport sur le commerce et le développement, 1995*, deuxième partie, chap. III, sect. D.

23/ Pour un examen de cette proposition, voir *Rapport sur le commerce et le développement, 1994*, deuxième partie, annexe du chapitre II, sect. D.5.

24/ La proposition prévoyant un coefficient supplémentaire de fonds propres concordait avec l'approche de la mesure des risques de marché découlant de positions en devises, aux fins de l'établissement de normes de fonds propres pour les banques, exposée dans Basle Committee on Banking Supervision, *The Supervisory Treatment of Market Risks. Consultative Proposal by the Basle Committee on Banking Supervision* (Bâle, avril 1993). Cette

proposition s'est toutefois heurtée à de vives critiques de la part des banques (voir à ce sujet *Rapport sur le commerce et le développement, 1995*, deuxième partie, chap. III, sect. D.3) et l'approche qu'elle préconisait a été remplacée par celle qui est décrite dans l'*Amendement à l'Accord sur les fonds propres pour son extension aux risques de marché* du même Comité (Bâle, janvier 1996).

25/ L'oeuvre de Paul Einzig est le *locus classicus* d'information historique sur les marchés à terme des changes, en particulier ses deux livres, *The Theory of Forward Exchange* (Londres : Macmillan, 1937) et *A dynamic Theory of Forward Exchange* (Londres : Macmillan, 1961).

26/ C.R. Taylor, *Options and Currency Intervention* (Londres : Center for the Study of Financial Innovation, octobre 1995). Une option de vente donne à son acheteur le droit (mais non l'obligation) de vendre un actif à un prix fixé à l'avance (le prix d'exercice) au vendeur de l'option.

27/ Banque des règlements internationaux, *Macroeconomic and Monetary Policy Issues Raised by the Growth of Derivatives Markets*, rapport rédigé par un groupe de travail (présidé par Hervé Hannoun, Banque de France) établi par le Comité permanent des eurodevises des banques centrales des pays du Groupe des Dix (Bâle, novembre 1994), p. 49 et 50.

28/ Le delta d'un instrument dérivé est par définition le taux de variation de son prix par rapport au prix de l'actif sous-jacent. Une position à delta neutre est celle où le gain d'un investisseur découlant d'une variation du prix de l'actif sous-jacent est compensé par une perte correspondante découlant de la variation du prix de l'instrument dérivé (et vice versa). Cette formule peut être généralisée à l'ensemble d'un portefeuille comprenant plusieurs actifs et instruments dérivés, et est à la base de la stratégie dite de la couverture delta.

29/ J. Tobin, "A Proposal for international monetary reform", *The Eastern Economic Journal*, juillet/octobre 1978. Lors des explications qu'il a données lui-même à diverses reprises sur sa proposition, Tobin a insisté davantage sur l'autonomie accrue que la taxe procurerait à la politique nationale des taux d'intérêt que sur la réduction de la volatilité des taux de change qui en résulterait.

30/ P.B. Kenen, "The Feasibility of Taxing Foreign-exchange Transactions", dans M. Haq, I. Kaul et I. Grunberg (éd.), *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility* (Oxford, etc. : Oxford University Press, 1996).

31/ Voir, par exemple, D. Felix, "Financial Globalization versus Free Trade: The Case for the Tobin Tax", *UNCTAD Discussion Paper No. 108*, sect. 3.B et annexe, qui a servi de base à une communication de l'auteur à la conférence "*Global Capital Flows in Economic Development*". L'affirmation de Felix selon laquelle la "taxe Tobin" serait susceptible de réduire la volatilité actuelle des taux de change repose sur sa conviction que cette volatilité est due à l'impact de la spéculation, et que celle-ci s'exerce principalement par le biais des transactions à court terme, dont la rentabilité serait le plus touchée par une telle taxe (*ibid*, p. 39).

32/ H.R. Richard, "Daylight overdraft fees and the Federal Reserve's payment system risk policy", *Federal Reserve Bulletin*, décembre 1995, p. 1071.

33/ "The International Stock Exchange of Great Britain", *The Quality of Markets Report*, hiver 1987/88 (p. 133, tel que reproduit dans R.W. Kamphuis, R.C. Kormendi et J.W.H. Watson (éd.), *Black Monday and the Future of Financial Markets* (Homewood, Ill. : Dow Jones-Irwin, 1989).

34/ J.C. Bogle, *Bogle on Mutual Funds. New Perspectives for the Intelligent Investor* (Burr Ridge, Ill. : Irwin Professional Publishing, 1994), p. 193 et 194.

35/ Pour un résumé de ces études, voir W.F. Sharpe et G.J. Alexander, *Investments*, quatrième édition (Englewood Cliffs, N.J. : Prentice-Hall, 1990), chap. 15, appendice A.2.2.

36/ S.R. Umlauf, "Transaction taxes and the behaviour of the Swedish stock market", *Journal of Financial Economics*, vol. 33, No 2, 1993.

37/ C.M. Jones et P.J. Seguin, "Transactions costs and price volatility: evidence from commission deregulation" (document ronéotypé), 1996.

38/ Le dépôt de garantie est la somme que doit verser, sous forme d'espèces et de titres, le vendeur ou l'acheteur de contrat à terme à la conclusion du contrat. Cette somme est généralement de l'ordre de 5 à 15 %, le pourcentage exact dépendant de la volatilité du contrat.

39/ Les swaps de monnaies (à distinguer des swaps des devises mentionnés plus haut) comportent l'échange d'une série de paiements libellés dans différentes monnaies. Dans les swaps de monnaies, à la différence des swaps de taux d'intérêt, qui portent sur l'échange de paiements libellés dans une même monnaie, les paiements comprennent généralement à la fois les intérêts et le principal sous-jacent.

40/ La compensation désigne la pratique consistant à compenser les obligations de paiement entre deux contreparties de telle façon qu'un seul paiement net soit fait en règlement de l'obligation résiduelle.

41/ J.E. Stiglitz, "Using tax policy to curb speculative short-term trading", *Journal of Financial Services Research*, 3:1989, p. 14.

42/ Pour les options de vente, voir la note 26. Une option d'achat donne à l'acheteur le droit (mais non l'obligation) d'acheter un actif au vendeur d'option à un prix fixé à l'avance (le prix d'exercice).

43/ R. Dornbusch, "Cross-border Payments Taxes and Alternative Capital Account Regimes", document rédigé à l'intention du Groupe des 24, 1995 (à paraître dans CNUCED, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s, Research Papers for the Group of Twenty-Four*, vol. VIII).

44/ Les prêts interentreprises en devises peuvent être illustrés par l'exemple d'une entreprise qui accorde un prêt dans sa propre monnaie à une autre entreprise ou à une filiale d'une autre entreprise en échange d'un prêt compensateur dans la monnaie de l'emprunteur, pour son propre compte ou pour le compte de l'une de ses filiales. Un tel arrangement permet d'éviter les paiements transfrontières correspondant à ces prêts.

45/ Melitz a proposé un prélèvement de 100 % sur les bénéfices en devises provenant de positions détenues pendant moins d'un an (sans déduction d'impôt correspondante pour les pertes). J. Melitz, "Comment on the Tobin tax", présenté à la conférence "*Globalization of Markets: Theoretical and Empirical Challenges and Prospects for Advances in Research*", patronnée par le CIDEI, Université de Rome "La Sapienza", 27-28 octobre 1994 (document de travail du CIDEI).

46/ Selon la proposition de Buffet, tous les bénéfices provenant de la vente d'actions ou de titres dérivés détenus pendant moins d'un an seraient assujettis à la taxe de 100 %. Cette proposition conduirait probablement à une forte réduction des transactions sous forme d'options et de contrats à terme sur indices. Au sujet de la proposition de Buffet, voir L. Lowenstein, *What's wrong with Wall Street? Short-Term Gain and the Absentee Shareholder* (Reading, Mass., etc. : Addison-Wesley, 1988), p. 86 et 87 et 200 à 208.

47/ Comme dans le cas du coefficient supplémentaire de fonds propres (sect. F.7) et de la "taxe Tobin" (sect. F.9), les pays désireux d'attirer le négoce des devises seraient incités à rester en dehors de l'accord.

48/ Ernst & Young, *International Bank Taxation*, deuxième édition (Londres : Euromoney Publications, 1993).

49/ Voir, par exemple, l'examen de l'imposition des bénéfices des banques dans les chapitres sur la Belgique (par J. Buelens et W. Vandenberghe) et la France (par N. Dejean) dans Ernst & Young, *op. cit.*

50/ La description ci-après du marché des changes dans un ouvrage rédigé par un cambiste fait ressortir les caractéristiques pertinentes en l'occurrence : "... le marché des changes n'a jamais été constitué en société ou agréé pour exercer une fonction spécifique quelconque. A ce jour, il n'a ni siège social ni administration officielle. Les centres de ce marché restent diversifiés et dans une large mesure ses opérations sont improvisées. Pour l'essentiel, il y a autant d'opérations de change qu'il y a de terminaux d'ordinateurs et de lignes téléphoniques." A.J. Krieger, *The Money Bazaar: Inside the Trillion-Dollar World of Currency Trading* (New York : Times Books, 1992), p. 210 et 211.

51/ H. Kaufman, *Interest Rates, the Markets, and the New Financial World* (New York : Times Books, 1986).

52/ Par exemple, dans la Déclaration ministérielle sur la contribution de l'Organisation mondiale du commerce à une plus grande cohérence dans l'élaboration des politiques économiques au niveau mondial, adoptée à la clôture du Cycle d'Uruguay.
