

I. Introduction : une résistance inattendue face à des événements inattendus

L'économie mondiale et les systèmes financiers ont fait preuve, depuis plus d'un an, d'une formidable capacité de réaction face à une succession de chocs. Individuellement, chacun de ces événements – poursuite de la correction des cours des actions, attentats du 11 septembre, guerre contre le terrorisme, faillite d'Enron, effondrement du système de caisse d'émission en Argentine et conflit au Moyen-Orient – était de nature à avoir des répercussions fâcheuses sur l'économie. Ensemble, ils auraient pu produire des effets cumulés autrement plus graves, les interactions amplifiant fréquemment les résultats des facteurs individuels. En outre, ces événements sont venus s'ajouter à un ralentissement mondial de l'activité qui menaçait, un temps, de prendre de l'ampleur.

Par rapport à ce qui aurait pu se passer, le système a remarquablement résisté. Loin de poursuivre sa contraction, l'économie mondiale apparaît renouer avec la croissance, cette fois encore sous l'impulsion, semble-t-il, des États-Unis, malgré les nombreux déséquilibres observés dans ce pays. Le secteur financier, également, a su s'adapter aux chocs. Les systèmes de paiement et de règlement ont bien tenu, même dans des circonstances extrêmes telles que les attentats qui ont frappé le cœur financier de New York. Les flux de crédits, quant à eux, sont demeurés fluides, à des conditions toutefois plus coûteuses pour les signatures jugées de moindre qualité. Ces bons résultats peuvent certainement être mis sur le compte de politiques macroéconomiques expansives, notamment dans le domaine monétaire, mais il est fort possible, par ailleurs, que les efforts accomplis depuis de nombreuses années en faveur de la stabilité financière commencent enfin à porter leurs fruits. En particulier, l'infrastructure du système financier mondial et les arrangements destinés à assurer la continuité des opérations ainsi que la sauvegarde des données ont été considérablement améliorés grâce à l'attention dont ils avaient bénéficié pour le passage à l'an 2000.

En dépit de ces évolutions très positives, dont on peut penser qu'elles se confirmeront, il serait prématuré de conclure que tout va pour le mieux à présent. Certaines des préoccupations qui viennent d'être évoquées peuvent fort bien se matérialiser ; par ailleurs, plusieurs des chocs de l'an dernier pourraient avoir des implications plus durables. L'atteinte profonde au sentiment de confiance, tant dans les informations de marché que dans les acteurs, qui constitue le socle du bon fonctionnement de l'économie, en offre déjà un exemple patent. S'agissant d'Enron, il est clairement apparu que les chiffres publiés étaient loin de représenter la réalité des bénéfices et de l'endettement. Il en est résulté une défiance grandissante, envers non seulement la comptabilité inventive d'autres entreprises, mais aussi certaines

conventions comptables elles-mêmes. Cette suspicion, qui a déjà fortement pénalisé le cours des actions de diverses sociétés, pourrait continuer à peser sur l'ensemble des valorisations. De plus, cette affaire a fait sérieusement douter de la compétence professionnelle, voire de la déontologie, de nombreux hauts responsables. La gouvernance s'est trouvée mise en échec, non pas à un seul niveau, mais à tous les échelons internes et externes. Si des conflits d'intérêts ont partout joué un rôle, l'explication commune réside dans la réticence, par trop humaine, à poser les bonnes questions quand tout paraît aller bien.

Dans le cas du Japon, les interrogations ont surtout porté sur l'exactitude des estimations actuelles des prêts improductifs au sein du système bancaire ainsi que sur la fiabilité des prix sur des marchés soumis à diverses formes d'interventions gouvernementales. En Argentine, la confiance a été également trahie, non seulement par la dépréciation de la monnaie et la défaillance concomitante de l'État emprunteur, mais aussi par la façon de traiter ces problèmes. En choisissant de réécrire la loi de manière à défavoriser explicitement les créanciers, le gouvernement a soulevé des questions fondamentales sur le respect de l'état de droit lui-même. Pour toutes ces raisons, il faudra certainement du temps pour rétablir un degré de confiance adéquat.

Pourtant, là encore, il est possible de voir un côté positif dans ces événements de 2001. Si, paradoxalement, les années récentes ont pu porter à un excès de confiance, au moins l'affaire Enron y a-t-elle mis fin. L'expérience de l'Argentine comporte également un enseignement salutaire : plus l'ajustement nécessaire des politiques économiques est différé, plus le coût en est élevé et peut prendre d'énormes proportions. Enfin, il est à noter que la faillite d'Enron et la défaillance de l'Argentine ont pu aller à leur terme sans les interventions officielles massives souvent observées dans le passé. Il devrait être parfaitement clair, désormais, que, face à de pareilles difficultés, l'alternative n'est plus entre un sauvetage et une sortie de crise, mais entre sortie ordonnée et sortie non maîtrisée. En ce qui concerne les crises liées à la dette souveraine, il est indéniable que le débat sur cette question a davantage progressé ces douze derniers mois que durant les cinq années précédentes.

Une année morose pour l'économie mondiale

Le récent cycle économique s'est révélé atypique à plusieurs égards. La phase d'expansion a été nourrie dans certaines économies industrielles, notamment aux États-Unis, par des signes étayant la croyance en une « ère nouvelle » caractérisée par des gains de productivité accrus et une progression correspondante des profits. Le volume du crédit, les prix des actifs et l'investissement en capital fixe ont rapidement augmenté, en particulier dans les secteurs paraissant appelés à retirer les plus gros avantages des dernières innovations technologiques. Quand le ralentissement conjoncturel a fini par arriver, il est apparu inhabituel, lui aussi, en ce sens qu'il n'avait pas pour cause principale un durcissement classique de la politique monétaire face à

une accentuation des tensions inflationnistes. Il résultait plutôt d'une forte contraction des profits aux États-Unis, due à un pouvoir de marché limité des sociétés et à une hausse des rémunérations des salariés. En fait, ce sont les ménages qui ont été les grands bénéficiaires des gains réels de productivité. Devant cette situation, les entreprises des économies industrielles, déjà affaiblies par le renchérissement de l'énergie, ont résorbé leurs stocks et réduit massivement leurs investissements en capital fixe en 2001.

Le ralentissement a toutefois été atténué par l'extraordinaire résistance des dépenses de consommation. Ce fait est d'autant plus remarquable que, dans l'ensemble, la consommation était devenue plus sensible aux risques liés à une baisse d'activité des entreprises. Les ménages ont largement étoffé leurs actifs financiers, notamment par leur participation aux régimes de retraite par capitalisation, dont la valeur s'est fort dépréciée depuis le printemps 2000. Dans beaucoup de pays, en outre, les contrats de travail ont été aménagés pour faciliter les licenciements et réduire les rémunérations en phase de repli conjoncturel. Ces facteurs dépressifs semblent avoir été contrebalancés par le renchérissement continu des logements dans nombre de pays et par le fait que les prix des actifs financiers restent souvent bien supérieurs à leurs niveaux d'il y a cinq ou dix ans.

Certains ont vu dans le synchronisme du ralentissement de l'économie mondiale, puis dans l'apparente simultanéité de la reprise, l'indication d'une mondialisation accrue. Dans un cycle tiré par le profit, il était à prévoir que l'Amérique du Nord et l'Europe évolueraient davantage en phase, compte tenu surtout de l'ampleur des fusions et acquisitions transatlantiques ces dix dernières années. De surcroît, il convient de rappeler que les chocs récents ont été communs à l'ensemble des pays industriels. Néanmoins, avant de conclure que le monde a fondamentalement changé, il faut se souvenir que ce synchronisme des cycles était également fréquent dans les années 70 et 80. Qui plus est, la récession prolongée au Japon a pu donner l'illusion, pendant quelque temps, d'un mouvement de contraction synchronisé, même si, pour les autres économies, les causes du ralentissement ont été foncièrement différentes.

L'évolution dans les économies émergentes s'explique dans une large mesure par les mêmes forces dépressives que pour les pays industriels, avec un impact très différencié cependant. L'incidence négative sur l'Est asiatique a été particulièrement sensible, la région étant, en général, fortement dépendante des exportations de produits liés à l'informatique. Les économies d'Amérique latine, à l'exception notable du Mexique, sont plus fermées et ont été moins affectées par les influences extérieures. Nombre de pays d'Europe centrale ont semblé pratiquement épargnés, tandis qu'en Russie la croissance a dépassé les attentes, grâce aux réformes structurelles et à la persistance de bonnes recettes pétrolières.

Dans le même temps, les économies émergentes ont présenté maintes caractéristiques spécifiques allant du meilleur au pire. Dans le premier groupe figure incontestablement la Chine, où la croissance a été soutenue, et l'Inde, où elle a été plus faible, bien que substantielle. Même l'Indonésie pourrait, à en croire certains indices observés l'an dernier, être sur la voie de la reprise.

Ces développements favorables ont amélioré le sort d'un grand nombre de personnes, dont beaucoup se trouvent encore dans un état d'extrême dénuement. À l'opposé, les crises économiques qui ont frappé la Turquie et l'Argentine ont été très coûteuses, avec quelques différences mais aussi des similitudes fondamentales.

En Argentine comme en Turquie, le problème essentiel qui se pose depuis longtemps est celui des finances publiques. De plus, dans les deux cas, c'est le mode d'interaction entre un régime de change trop rigide et un système bancaire exposé à l'évolution de la valeur externe de la monnaie qui a déclenché, en fait, la crise de confiance. Celle-ci a provoqué une fuite des capitaux, tant domestiques qu'étrangers. Pour la Turquie, un accord sur un programme d'action acceptable et plutôt traditionnel a été rapidement conclu avec le FMI. Pour l'Argentine, toutefois, les difficultés se sont révélées beaucoup plus tenaces, étant donné le haut degré de dollarisation, le montant de la dette concernée par la défaillance et les conflits entre les composantes du pouvoir. Par leur caractère désordonné et leurs effets perturbateurs, les interventions du gouvernement dans le système bancaire, en grande partie sous contrôle étranger, ont fini par asphyxier le système de paiement et l'économie.

Résistance du système financier face aux chocs

Il n'est guère surprenant que, sous le coup de ces chocs, l'économie mondiale ait subi un ralentissement conjoncturel en 2001. Malgré tout, vers la fin du premier semestre 2002, il apparaît que le tassement a été relativement modéré et qu'une reprise largement partagée est peut-être déjà amorcée dans le monde. Plus nette en Amérique du Nord, elle se dessine également dans l'Est asiatique et en Europe, accompagnée de révisions en hausse des prévisions consensuelles. Si les variations des stocks, surtout dans le secteur informatique, ont joué un rôle capital tant dans la phase de contraction que dans celle d'expansion, la demande finale semble, elle aussi, montrer des signes d'accélération, de même que la productivité et les bénéfices. Pour les économies émergentes, il convient de souligner, en outre, que les répercussions des crises en Turquie et en Argentine ont été très limitées. Des explications à cet égard ou sur d'autres aspects positifs de la période sous revue sont examinées ci-après.

La bonne tenue de l'économie s'explique, entre autres, par la capacité de réaction du système financier mondial. Son infrastructure, tout d'abord, a fait preuve de solidité. Les attentats du 11 septembre ont mis à mal, pendant une semaine environ, les marchés américains des actions, des titres à revenu fixe et des pensions, mais le système a fonctionné efficacement, alors qu'une place de premier plan venait d'être victime d'énormes perturbations. De même, après la faillite d'Enron, l'un des plus grands courtiers au monde dans le domaine de l'énergie, l'activité sur ce marché s'est poursuivie normalement. Au surplus, malgré le caractère exceptionnel des chocs, l'intégrité juridique de toute une gamme de nouveaux instruments financiers, dont les structures de titrisation et les mécanismes de transfert du risque de crédit, n'a pas été entamée.

La réaction des divers marchés financiers traduit également une évaluation pondérée d'une situation changeante. Il n'y a pas eu de recherche effrénée de la liquidité, comme en 1998 après l'affaire LTCM et le moratoire russe. Les grands marchés des actions en Amérique du Nord et en Europe ont poursuivi leur tendance baissière jusqu'à l'automne 2001 mais ont commencé à se reprendre, peu après la chute qui a suivi le 11 septembre, avec l'amélioration des perspectives économiques. Leur progression a d'ailleurs continué en 2002 avant de s'interrompre, à des niveaux de valorisation historiquement très élevés, en raison des révélations sur l'affaire Enron et des nouvelles de plus en plus sombres concernant les profits. Des deux côtés de l'Atlantique, les autres marchés ont connu, pour la plupart, des fluctuations semblables, alternant baisses et hausses en fonction de leur degré d'optimisme sur l'économie des États-Unis, sans guère prêter attention aux perspectives divergentes en Europe. Dans l'ensemble, cependant, le coût des emprunts obligataires pour les entreprises est tombé ; en septembre dernier, il se situait à un creux historique, en termes nominaux, et a fort peu bougé depuis.

Divers compartiments ont montré des signes plus tangibles de tensions. Celui du papier commercial aux États-Unis a été le plus touché : les moins bonnes signatures ont été bel et bien exclues du marché, les autres se voyant appliquer des taux plus élevés. La contraction de l'encours du papier commercial émis par les sociétés non financières a pris, l'an dernier, des proportions sans précédent. Les entreprises ont toutefois été nombreuses à se replier sur des accords préalablement négociés avec leurs établissements bancaires, même si ceux-ci se sentaient de moins en moins à l'aise en raison des pertes de crédit déjà subies dans la phase de ralentissement. Elles ont reçu un accueil encore meilleur sur l'obligataire, où leurs émissions ont atteint des sommets. Quoique plus coûteuses que les capitaux à court terme, les ressources à longue échéance ainsi obtenues devraient contribuer à atténuer pour un certain temps leurs problèmes de liquidité.

La capacité d'adaptation du système financier mondial est également illustrée par deux autres aspects. Premièrement, dans de nombreux pays industriels, les ménages ont bénéficié d'un accès plus facile au crédit à la consommation et aux prêts hypothécaires, leur permettant de rembourser des emprunts plus chers et d'accroître leurs dépenses de consommation. C'est un peu ce qui s'est passé, à un degré bien moindre cependant, dans plusieurs grandes économies émergentes, dont la Chine, la Corée, l'Inde et le Mexique. Dans les pays présentant au départ un faible taux d'épargne, de tels financements n'ont été possibles qu'au moyen, du moins en partie, d'apports étrangers. Aux États-Unis, en particulier, les agences fédérales de crédit hypothécaire ont très bien réussi à placer directement leurs obligations auprès des non-résidents.

Le second aspect intéressant concerne également les flux internationaux de capitaux. Dans une situation mondiale susceptible d'accroître l'aversion des investisseurs pour le risque, les pays enregistrant des déficits courants auraient pu soudainement éprouver davantage de difficultés pour obtenir des financements extérieurs. Or, cela n'a pas été le cas. Parmi les nations

industrielles, les États-Unis sont aisément parvenus à se procurer des fonds à l'étranger. Il en est allé de même, dans l'ensemble, pour les économies émergentes. Certes, les banques ont encore réduit leurs prêts transfrontières, mais, depuis longtemps déjà, les plus actives à l'échelle internationale tendent à octroyer leurs crédits aux emprunteurs du monde en développement par l'intermédiaire de leurs établissements sur place et à partir de ressources locales. Par contre, le plus souvent, cette clientèle a continué d'être bien accueillie sur le marché des obligations internationales. Les primes de risque sur crédits souverains se sont même contractées pendant la période sous revue pour des pays tels que la Corée et le Mexique, dont la politique est jugée saine, alors qu'elles se sont accrues, parfois de manière spectaculaire, pour des emprunteurs comme la Turquie, l'Argentine et le Venezuela. De surcroît, les investissements directs étrangers ont continué d'affluer vers les pays bien perçus, en particulier le Brésil, la Chine et le Mexique, et les cours des actions ont été orientés à la hausse dans un certain nombre d'économies émergentes. En résumé, la réalité n'a en rien ressemblé – fort heureusement – à la contagion généralisée que d'aucuns redoutaient à la suite des crises de la Turquie et de l'Argentine.

Forces de résistance de l'économie mondiale

Comment expliquer cette capacité de réaction de l'économie mondiale et des systèmes financiers ? La stratégie des autorités fournit au moins une partie de la réponse. À l'évidence, les politiques macroéconomiques de relance ont contribué à soutenir la demande globale. Peut-être aussi, mais c'est plus hypothétique, que les mesures prises durant ces quelques années pour favoriser la stabilité financière commencent à démontrer leur efficacité. En outre, bien que cela relève encore davantage de la conjecture, on pourrait citer l'action entreprise dans de nombreux pays, ces dernières années, pour assouplir les marchés du travail et des produits et améliorer la productivité ; ce genre d'initiatives a toujours eu pour ambition, entre autres, de stabiliser le rythme de la croissance et d'en élever le niveau moyen.

Parmi les mesures prises par les autorités, la plus évidente a été l'assouplissement marqué et quasi général de la politique monétaire. Si les effets différés des hausses antérieures des prix pétroliers sont demeurés une source de préoccupations pour certains, les tensions inflationnistes sous-jacentes ont été, dans l'ensemble, considérées comme maîtrisées. Les autorités monétaires ont ainsi disposé d'une marge de manœuvre importante, que beaucoup d'entre elles ont résolument exploitée.

Les États-Unis en ont fourni l'illustration la plus probante, en abaissant fortement et à plusieurs reprises leur taux directeur en 2001 et en le maintenant depuis à un minimum historique. Divers facteurs ont pu les y inciter. Ainsi, il est apparu que certains canaux de transmission habituels de la politique monétaire ne fonctionnaient pas selon les attentes. Lorsque les taux courts ont diminué, les taux longs ont fléchi, puis sont remontés, et la valeur effective du dollar s'est également appréciée. Les cours des actions ont continué à descendre, peut-être moins rapidement, toutefois, que s'il n'y avait

pas eu d'assouplissement monétaire. Tout en reconnaissant que plusieurs de ces développements reflétaient aussi l'optimisme des marchés, la Réserve fédérale a clairement estimé qu'elle avait de bonnes raisons d'agir avec détermination. Les enseignements tirés de l'expérience du Japon ont pu constituer un autre facteur d'incitation. Dans ce pays, en effet, avec des prix en baisse et des taux d'intérêt nominaux situés de fait à la limite zéro, une spirale de hausse des taux réels et de déflation par l'endettement n'est pas à exclure. Du reste, diverses actions monétaires moins traditionnelles, telles qu'une augmentation répétée et massive des réserves bancaires, ne sont pas parvenues, jusqu'à présent, à rétablir la situation au Japon.

La BCE a également réduit son taux directeur face à la situation économique. L'ampleur de la détente a toutefois été plus mesurée, l'inflation restant obstinément au-dessus de l'objectif. En outre, pendant la majeure partie de 2001, le ralentissement a été moins sensible dans la zone euro qu'aux États-Unis. La situation a été semblable dans la plupart des pays industriels à objectif d'inflation ainsi que dans nombre d'économies émergentes. Ces dernières, grâce à la généralisation des régimes de change flottant (bien qu'étroitement administré parfois), ont disposé d'un nouveau canal pour donner effet à la détente monétaire. Certes, les autorités n'ont pu exploiter cette liberté supplémentaire qu'en fonction de la crédibilité de leur politique. Dans l'ensemble, et ce résultat est assez conforme à l'expérience historique, les banques centrales d'Asie ont été moins limitées, à cet égard, que celles d'Amérique latine.

Les politiques budgétaires ont également contribué à soutenir l'économie mondiale. En règle générale, les programmes de relance ont pu être plus ambitieux dans les pays faisant état de bons antécédents dans le domaine budgétaire et ne pouvaient qu'être plus modestes dans ceux où l'endettement avait tendance à s'accumuler. L'éventail allait d'une hausse notable du déficit structurel aux États-Unis à une retenue énergique dans le cas du Japon. Les membres de la zone euro ont estimé pouvoir ajouter des réductions d'impôts à la souplesse du Pacte de stabilité et de croissance, sans compromettre leur engagement budgétaire globalement neutre à long terme. Les économies émergentes présentent une diversité de choix comparable. Si les gouvernements ont été nombreux, en Asie, à assouplir notablement leur politique budgétaire, ceux d'Amérique latine ont souvent vu leur action entravée par des pressions sur le change ou par une législation imposant davantage de discipline après des années de laxisme. Le Mexique, par exemple, fortement touché par la faiblesse de l'activité aux États-Unis, a dû, de surcroît, comprimer ses dépenses pour compenser la contraction de ses recettes fiscales résultant de la baisse des prix du pétrole en 2001.

Pourquoi les marchés financiers ont-ils réagi avec une telle efficacité pendant la période considérée ? L'abaissement des taux directeurs y a certainement contribué. Mais d'autres éléments ont joué : dans de nombreux pays, ces marchés sont bien plus diversifiés et ont gagné en souplesse, après des années de déréglementation. Les entreprises, surtout en Amérique du Nord et en Europe, ont eu accès à d'autres sources de capitaux quand les financements initiaux se sont tariés, courant 2001. Les ménages, aussi, ont

souvent pu préserver leurs habitudes de consommation en accédant à de nouveaux types de crédits. Cette évolution bénéfique a découlé en partie du renchérissement des logements et du recours plus large au nantissement ; elle reflète également la capacité de plus en plus grande des établissements financiers à utiliser des instruments de transfert du risque pour se dégager des expositions résultant de ces nouveaux crédits. De surcroît, les marchés dérivés, ceux notamment pour le transfert du risque de crédit, en développement rapide, ont permis à beaucoup d'agents économiques de diluer l'incidence des divers chocs auxquels ils avaient été soumis récemment.

Sur un plan plus général, depuis un passé récent, les besoins de financement sont davantage couverts par les marchés des capitaux que par l'intermédiation bancaire. Cette évolution a réduit le risque de propagation des chocs à travers le système de paiement, sans naturellement le supprimer. Les attentats du 11 septembre auraient fort bien pu entraîner une asphyxie totale des marchés si la Réserve fédérale et, dans une moindre mesure, les autres banques centrales n'avaient pas injecté massivement des liquidités pour permettre l'exécution des obligations de paiement.

Sur un sujet connexe, la question est de savoir pourquoi l'effet de contagion des crises turque et argentine a été si limité. La principale raison en est sans doute l'adoption généralisée de régimes de change flottant. En outre, comme, dans les deux cas, les tensions se sont accumulées sur une période assez longue, les investisseurs tournés vers les économies émergentes ont pu réorganiser leurs portefeuilles de manière relativement ordonnée. Il semble aussi que, grâce aux enseignements des épisodes précédents, moins d'investissements à fort effet de levier avaient été réalisés qu'auparavant sur les marchés émergents ; ce désengagement n'est peut-être pas sans rapport avec le repli des grands fonds spéculatifs macrodirectionnels ces dernières années. Mais la capacité croissante des investisseurs à différencier la qualité des emprunteurs et à allouer leurs ressources en conséquence peut également constituer un important facteur d'explication.

Cette hiérarchisation des débiteurs traduit une autre modification fondamentale dans le comportement des établissements financiers ces dernières années, qui a amélioré d'autant le fonctionnement des marchés. Les établissements apparaissent généralement beaucoup plus sensibles au risque, surtout pour les crédits garantis par de l'immobilier commercial. Ils ont élaboré de meilleures méthodes de mesure des risques et ont bien progressé dans la mise en place de systèmes visant à les gérer efficacement. Dans les pays où ils tarifient le risque avec plus de précision depuis déjà un certain temps, ils étaient bien plus aptes à faire face à un ralentissement de l'activité.

Cette modification des attitudes à l'égard du risque doit être portée en partie au crédit du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et de ses homologues œuvrant dans les secteurs de l'assurance et des valeurs mobilières. Même si les *Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace* continuent à faire l'objet d'examens et de révisions, et bien que le Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres ne soit pas encore parachevé, le processus interactif d'élaboration de ces normes s'est déjà avéré

extrêmement utile. La participation active du FMI et du Groupe de la Banque mondiale a été tout aussi précieuse, tant dans l'évaluation de l'application de ces normes au sein des économies émergentes que dans l'assistance à leurs gouvernements pour procéder aux améliorations nécessaires. Des initiatives complémentaires ont également été prises pour renforcer le fonctionnement des marchés et leur infrastructure. Cela dit, un gros travail reste à accomplir pour remédier aux faiblesses qui subsistent dans le secteur financier. La Conclusion du présent Rapport revient sur cette question.

D'autres voies ont également été explorées, l'an passé, pour améliorer la coopération entre les divers responsables concernés par la stabilité financière, aux niveaux national et mondial. À l'échelle du G 10, les gouverneurs des banques centrales et autres autorités prudentielles ont commencé à se concerter plus régulièrement. Cette interaction devrait surtout renforcer la compréhension mutuelle des avantages que présente une approche axée non seulement sur la solidité des établissements individuels, mais aussi sur le degré d'exposition possible du système tout entier à des chocs partagés. Ces discussions complètent utilement, par ailleurs, celles qui se déroulent au sein du Forum sur la stabilité financière, lequel a constitué un réseau international plus vaste encore de responsables intéressés par ces questions. L'an passé, le FSF a également instauré des réunions régionales, dans le but notamment d'échanger des avis sur les fragilités du système et sur les modalités d'adoption de normes financières internationales pouvant contribuer à les atténuer. Le Forum part d'une idée maîtresse : un système financier efficient et stable procure d'immenses bienfaits à chaque pays. C'est l'intérêt propre, plutôt que le devoir de participation à un effort international mal défini, qui lui paraît être la meilleure incitation pour progresser dans la voie des réformes financières internes. Le Forum s'efforce, néanmoins, de mieux faire comprendre au marché l'importance de ces normes, afin qu'à terme ce dernier en vienne à récompenser ceux qui s'y conforment et à pénaliser ceux qui les enfreignent.

Enfin, et aussi paradoxal que cela puisse paraître dans le contexte de la crise argentine, des progrès ont été également réalisés, en 2001, pour l'établissement de procédures plus ordonnées dans la résolution de crises de liquidité d'emprunteurs souverains. En fait, les événements chaotiques d'Argentine y sont sans doute pour quelque chose. Après de nombreuses années de désaccord entre certains grands pays industriels, les tout derniers communiqués du G 7 et du G 10 dénotent un large consensus sur l'action à mener. Certes, l'accord définitif et son application peuvent prendre des années et, comme toujours, les difficultés surgiront dans la formulation des modalités pratiques ; il semble néanmoins qu'un certain optimisme soit davantage de mise à présent, les chances de résultats concrets n'ayant pas paru depuis longtemps aussi bonnes.