

Globalisation financière et développement économique

François BILGER

Professeur à l'Université Louis Pasteur de Strasbourg

(1996)

La configuration de l'économie mondiale a profondément changé au cours des vingt dernières années, essentiellement sous l'effet de la globalisation financière (Bourguinat, 1994). On a assisté, en effet, durant cette période, à une véritable explosion des marchés et des flux financiers internationaux. Sous l'influence de la déréglementation, de la titrisation et du progrès des télécommunications, les transactions financières internationales ont progressé quatre fois plus rapidement que les flux commerciaux. Leur valeur représente aujourd'hui environ cinquante fois celle des transactions commerciales. Il en est résulté une totale dépendance des marchés et des taux de change par rapport aux flux financiers. L'ampleur des capitaux dépassant de plus en plus largement celle des réserves des banques centrales, toute attaque collective d'une monnaie nationale se solde presque fatalement par la victoire des spéculateurs et la défaite de la banque centrale ; les anticipations des opérateurs financiers nationaux et internationaux sont de plus en plus autoréalisatrices. Mais l'inefficacité des politiques de change entraîne bien évidemment la subordination de la politique monétaire et même de la politique économique générale des nations aux choix des opérateurs financiers (BRI, 1993). Aujourd'hui plus que jamais, le capitalisme financier international détermine les conditions du développement économique dans le monde.

Ce qui est le plus étonnant, c'est que cette domination de la sphère financière s'est instaurée et continue de se développer en toute légalité et même avec la tacite bénédiction des autorités économiques et politiques, nationales et internationales, dont on ne peut vraiment pas dire qu'elles s'efforceraient de contrôler ou au moins de limiter son influence sur des variables pourtant centrales du développement et de la politique économique des nations. Même ceux qu'on appelle les gendarmes monétaires du monde, le Groupe des Dix, la Banque des Règlements Internationaux ou le Fonds Monétaire International, donnent plutôt l'impression d'assister en spectateurs impuissants, ou même complaisants, aux agitations financières comme aux fluctuations erratiques des changes, se contentant éventuellement de réparer les dégâts, ou même parfois d'éviter des pertes aux spéculateurs. Tout comme le président de la Réserve Fédérale américaine déconseille toute législation sur ce sujet, estimant que le risque de perte est le meilleur moyen de renforcer la vigilance des opérateurs, le directeur du Fonds Monétaire International et le président de l'Institut Monétaire Européen ne cessent de répéter qu'il convient avant tout de "rassurer" les marchés financiers internationaux. Les autorités sont-elles dépassées par les événements, comme le donnerait à penser la crise du peso mexicain en janvier 1995 ou la faillite de la Barings en février 1995, ou sont-elles tout simplement victimes de l'idéologie actuellement dominante, selon laquelle "tout ce qui arrive est bien, il suffit de le vouloir" ?

En fait, il ressort d'un certain nombre d'études et de rapports (entre autres : FMI, 1991, 1995 ; Lamfalussy, 1995) que, bien loin de voir dans le système financier mondialisé un élément de perturbation de l'économie mondiale, les organisations internationales le considèrent au contraire comme un facteur essentiel du développement économique mondial et en particulier de celui des pays actuellement sous-développés. Grâce à la globalisation financière, l'épargne mondiale privée serait rendue accessible à tous les pays, offerte à des taux réduits du fait de l'intensification de la concurrence et enfin orientée vers les emplois les plus urgents et les plus utiles, c'est-à-dire principalement vers les investissements dans les pays en développement. Si cette redistribution des ressources financières mondiales entraîne parfois des crises financières dans certains pays et des turbulences regrettables sur les marchés des changes, de telles perturbations ne seraient au fond que le produit inévitable des défaillances des politiques économiques, financières et monétaires de certains pays. Ces mouvements apparemment erratiques de capitaux sur les marchés financiers et

des changes ne feraient donc qu'exprimer le jugement objectif et parfaitement justifié de la communauté financière internationale sur les politiques des États, exactement comme les opérations en bourse traduisent le jugement des milieux financiers sur la gestion des entreprises et contribuent ainsi à l'amélioration de cette gestion ou même, dans les cas extrêmes, au changement de l'équipe de direction. Les milieux financiers internationaux se substitueraient ainsi aux parlements, apparemment défailants, pour obtenir l'assainissement nécessaire de la gestion des États, voire même les changements de gouvernement souhaitables. Autrement dit, les marchés financiers internationaux ne seraient pas seulement des lieux de spéculation et d'enrichissement privés, ils exerceraient aussi une fonction d'utilité publique, d'abord en redistribuant de manière optimale les ressources financières mondiales et ensuite en contrôlant utilement les gouvernements dans l'intérêt du développement économique mondial.

Cette conception quasi officielle des organisations internationales, naturellement partagée par les milieux financiers privés, est-elle réellement fondée ? Est-elle confirmée par les premiers résultats de la globalisation et de la domination financière ? A-t-elle une justification intrinsèque au plan des principes ? N'y a-t-il pas lieu, au contraire, compte tenu des graves perturbations qu'elle ne cesse d'entraîner, de revenir sur la libéralisation absolue et de rétablir un certain contrôle des mouvements de capitaux ?

DES RESULTATS PEU PROBANTS

Il est hors de doute que l'insuffisance d'épargne nationale d'une part, la faiblesse de la politique économique d'autre part, constituent depuis toujours deux des handicaps les plus graves des pays en développement (Gendarme, 1963). Toute contribution à la correction de ces difficultés serait donc a priori souhaitable. Mais peut-on vraiment considérer que la finance internationale ait apporté jusqu'à présent une telle contribution au développement du Tiers-Monde ?

En ce qui concerne tout d'abord la réallocation mondiale des ressources financières, il est frappant de constater que, si les investissements directs des sociétés multinationales ont joué depuis vingt ans un rôle très positif de redistribution du capital en faveur des pays en développement (avec un solde net d'entrées de 24 milliards de dollars de 1974 à 1990), il n'en est pas du tout de même pour les investissements de portefeuille et les opérations bancaires (avec un solde net de sorties de plus de 7 milliards durant la même période) (Kreditbank, 1992). La contribution des marchés internationaux de capitaux au financement des pays en développement n'est guère plus positive. Entre 1984 et 1992, elle est passée en valeur absolue de 32,6 à 47,3 milliards de dollars, mais elle a régressé en valeur relative de 16,5% à 7,7% de l'ensemble des appels à ces marchés (OCDE, 1994). La polarisation des mouvements de capitaux sur les pays développés -et en particulier les USA pour le financement de leur dette publique - s'est donc renforcée et ce en dépit d'une forte hausse absolue et relative des taux d'intérêt nominaux et réels dans les pays en développement, qui a naturellement accru leurs coûts financiers. Alors que, dans les années soixante et même encore soixante-dix, les pays développés finançaient systématiquement le déficit extérieur structurel des pays en développement, on a abouti entre 1985 et 1990 à la situation inverse. De plus en plus, les pays développés concentrent leurs investissements sur des "habitats préférés" qui sont généralement d'autres zones développées. Enfin, il est encore frappant de constater que les flux nets de capitaux sont généralement indépendants des soldes courants et que donc des pays à l'épargne intérieure excédentaire sont importateurs nets de capitaux, et inversement (BNP, 1995). On peut donc émettre des doutes sérieux sur l'efficacité allocative de la libéralisation et de la globalisation financière en fonction des rendements comparatifs ou des pénuries relatives. Il est en tout cas difficile de prétendre qu'elles aient entraîné depuis vingt ans, ou même au cours des années récentes, une réallocation favorable au développement des pays moins avancés.

Il est vrai que la considération de l'évolution à long terme dissimule des fluctuations importantes. C'est ainsi que, dans les années soixante-dix, les banques et les marchés ont d'abord, par recyclage des pétro-dollars, inondé inconsidérément de capitaux les pays en voie de développement consommateurs de pétrole, retardant ainsi les ajustements structurels nationaux et le rééquilibrage mondial entre l'offre et la demande de pétrole, puis les ont tout aussi brutalement délaissés à la première difficulté, la crise mexicaine d'août 1982 (Bourguinat, 1987). Depuis lors, ce sont surtout les nouveaux pays industriels de l'Asie du Sud-Est, de l'Amérique latine et de l'Europe de l'Est qui ont recouru à cette manne internationale, qui apparaissait de plus en plus illimitée au fur et à mesure qu'était instituée partout la libre circulation des capitaux. Pendant que la dette antérieure des pays en développement était péniblement amortie grâce à l'intervention tardive de pouvoirs publics nationaux et internationaux sur les conséquences de ce comportement irresponsable, c'est-à-dire grâce à une collectivisation rétroactive de dettes privées et publiques, une nouvelle bulle spéculative s'est ainsi automatiquement constituée et développée, par un quadruplement des flux de 1990 à 1993, souvent bien au-delà des besoins des pays émergents (Longueville, 1995), jusqu'à ce que la nouvelle crise mexicaine, toute récente, provoque à nouveau un reflux brutal des capitaux internationaux vers quelques pays "sûrs". Selon l'Institut de Finance Internationale de Washington, après l'emballlement de 1993, les flux de capitaux privés vers les pays émergents vont connaître en 1995 une deuxième année consécutive de baisse et se tarir presque complètement en direction de l'Amérique Latine. Le Mexique devient décidément le tombeau des mirages et des illusions de la finance internationale !

A la sous-optimalité de l'évolution à long terme s'ajoute donc une volatilité à court terme qui, par sa capacité déstabilisatrice sur les taux d'intérêt et surtout sur les taux de change, introduit dans l'ensemble de l'économie internationale un surcroît d'incertitude et des coûts supplémentaires de couverture pour les entreprises, qui entraînent non seulement une perturbation des courants commerciaux mais aussi un risque d'irrationalité des flux d'investissements directs. L'appréciation excessive du dollar entre 1982 et 1985 ou la dépréciation excessive de la lire italienne depuis 1992 sont des exemples bien connus de cette spéculation déstabilisante, mais le phénomène affecte, à des degrés divers, toutes les monnaies, en particulier toutes celles de la vaste zone dollar, et donc la plupart des pays en développement. Ce n'est pas par hasard que la globalisation financière s'accompagne, depuis une dizaine d'années, d'une instabilité croissante du système monétaire international, d'une amplification mondiale des cycles réels et d'une déconnexion croissante entre la sphère financière et la sphère réelle (Artus, 1991). En 1991, le stock de titres financiers détenus par les principaux investisseurs institutionnels internationaux représentait 3.800 milliards de dollars, soit plus de 15% de l'ensemble des titres s'échangeant sur les marchés secondaires des pays développés. Même une très faible recomposition des portefeuilles de ces investisseurs était de nature à générer des flux largement supérieurs aux réserves des banques centrales (environ 1.000 milliards de dollars). Et cet écart ne cesse d'augmenter au fur et à mesure que l'internationalisation des portefeuilles des investisseurs institutionnels ou privés s'accroît. Même sans intention spéculative particulière, des arbitrages tout à fait anodins et, a fortiori, des mouvements collectifs de fuite devant certaines monnaies à la suite d'évènements spécifiques provoqueront inévitablement à l'avenir des remous de plus en plus considérables et déstabilisants au niveau des diverses économies nationales (BNP, 1995).

En ce qui concerne la rationalisation de la politique économique, le bilan n'est guère plus encourageant.

Du fait du caractère très instable des mouvements de capitaux spéculatifs, aussi bien l'afflux brutal que la fuite brusque de ces capitaux créent plus de difficultés aux pays en développement qu'ils ne leur apportent d'avantages (Félix, 1994). A l'entrée des capitaux, si ces pays pratiquent des taux de change fixes, ils se trouvent confrontés aux problèmes de gonflement rapide de la masse monétaire et de dérapage inflationniste, d'appréciation du taux de change réel et de détérioration des

transactions courantes, sans compter la perturbation des marchés boursiers et immobiliers. Si les pays pratiquent au contraire des taux de change flexibles, ils évitent l'inflation, mais connaissent une appréciation d'autant plus forte du taux de change nominal et une détérioration d'autant plus sensible du solde extérieur courant. C'est précisément cette dégradation qui peut entraîner un brusque retournement des flux et des sorties soudaines et massives (FMI, 1995) et dès lors l'économie concernée est soumise à des phénomènes cumulatifs de dévaluation et de déflation et à des politiques brutalement restrictives, interrompant le processus normal de développement. La mésaventure récente du Mexique mais aussi de plusieurs autres nouveaux pays industriels, qui ont dû prendre des mesures restrictives pour prévenir des sorties massives de capitaux nationaux et internationaux, illustre cette contribution tout à fait négative de la finance à la stabilisation et à la rationalisation des politiques économiques nationales. En ajoutant des contraintes de stérilisation et en réduisant l'efficacité des instruments, les flux de capitaux à court terme affaiblissent donc les politiques économiques nationales. Il est évidemment absurde de permettre aux capitaux spéculatifs de tendre, par leurs arbitrages, à égaliser les taux d'intérêt à court terme, alors que ceux-ci sont artificiellement fixés par les banques centrales et que leur écart vise précisément à rétablir les équilibres conjoncturels internes. Autant déclarer qu'il convient de supprimer toute politique monétaire nationale ! Enfin, l'obligation qui résulte de ces crises, soit pour les grands Etats, soit pour les organisations internationales elles-mêmes, d'établir des aides d'urgence massives pour éviter une crise systémique mondiale (dans le cas du Mexique, 50 milliards de dollars) démontre, s'il en était besoin, que la politique économique internationale elle-même n'est pas soutenue, mais au contraire subordonnée aux crises déclenchées par la finance internationale.

Si les répercussions de la globalisation financière sont particulièrement néfastes pour la politique économique des pays en développement, elles sont également très négatives pour celle de nombre de pays développés. Il suffit d'évoquer les crises du système monétaire européen en septembre 1992, en juillet 1993 et en mars 1995. Dans les trois cas, des pays, qui ne sont certes pas toujours gérés de manière optimale mais qui s'efforcent depuis des années d'obtenir une amélioration de leurs performances macroéconomiques nominales, ont été durement touchés et pénalisés par la finance internationale. Ce fut notamment le cas de la Grande-Bretagne, de l'Italie, de l'Espagne et même de la France, dont les fondamentaux sont pourtant généralement considérés comme satisfaisants, mais dont les politiques ont été biaisées par des contraintes internationales injustifiées.

On voit que, bien loin d'assurer un financement sain et équilibré de l'économie mondiale, le marché financier international tantôt distribue l'épargne mondiale avec laxisme, en accumulant les risques, et tantôt concentre le capital brutalement et frileusement dans quelques havres de sécurité. Il n'assure ainsi, contrairement aux affirmations des intéressés ou des organisations internationales, ni une allocation optimale des ressources financières dans le monde, ni une stabilité financière indispensable à la croissance régulière et équilibrée des mouvements internationaux réels et des économies nationales, ni une baisse tendancielle des taux d'intérêt sous l'effet d'une concurrence accrue, ni enfin une rationalisation souhaitable des politiques économiques. Les coûts de déstabilisation neutralisent et dépassent manifestement à l'heure actuelle les avantages de stimulation espérés, notamment dans les pays en développement (Aglietta, 1995).

Dès lors, on peut se poser la question de savoir si la capacité de la finance internationale à diriger l'évolution économique du monde et en particulier à s'ériger en mentor des gouvernements et en juge suprême des politiques économiques nationales ne doit pas être mise en cause radicalement.

UNE CONCEPTION INJUSTIFIÉE

L'idée de faire jouer aux marchés financiers internationaux une fonction d'orientation de la production mondiale et de tutelle des gouvernements nationaux, analogue à celle que les marchés financiers exercent à l'intérieur des frontières nationales à l'égard des entreprises, est a priori séduisante dans le cadre du système capitaliste mondial. Mais elle se heurte à au moins trois objections importantes et probablement décisives.

La première et la plus fondamentale est qu'on ne peut de toute évidence assimiler purement et simplement les Etats à des entreprises. Même si certaines administrations sont, en tant que producteurs et distributeurs de biens et services collectifs, intrinsèquement comparables aux producteurs et distributeurs de biens et services individuels, les Etats dont elles font partie ne sont pas des sociétés de capitaux qu'il convient de juger exclusivement sur leur rendement économique et financier, mais constituent l'expression politique d'une collectivité humaine, dont les fonctions dépassent largement le domaine économique et a fortiori financier. Quand les détenteurs minoritaires d'actions sanctionnent en bourse la gestion menée par le président-directeur général et le conseil d'administration, c'est-à-dire par les représentants des actionnaires majoritaires, cela est parfaitement légitime dans la mesure où leurs préoccupations traduisent ce qui est légalement, en économie de marché, l'unique finalité de l'entreprise, à savoir la maximisation du résultat au bénéfice des actionnaires. Mais lorsque les détenteurs nationaux et a fortiori étrangers d'obligations d'Etat prétendent sanctionner la politique menée par un gouvernement national désigné par la majorité démocratiquement élue d'un pays, il y a objectivement abus de pouvoir et mise en question des principes mêmes de la démocratie. Cette distinction est d'autant plus justifiée que même l'Etat le plus vertueux sur le plan financier ne peut et ne doit jamais s'en tenir uniquement à de telles considérations et que, dans certaines circonstances politiques ou sociales et même dans certaines conditions macroéconomiques, il peut être parfaitement rationnel et souhaitable de déroger aux principes d'un financement sain, en vertu d'autres objectifs collectifs plus importants.

Que les détenteurs internationaux de créances veuillent protéger leurs avoirs, quelles que soient les circonstances, est tout à fait légitime, mais considérer leurs arbitrages, inspirés exclusivement par des préoccupations financières privées et à court terme, comme des jugements objectifs de la qualité générale de la politique économique des Etats est manifestement abusif. La réaction généralement perverse des marchés à des informations parfaitement positives, telles que la poursuite de la croissance ou l'amélioration de l'emploi, traduit bien la contradiction quasi permanente entre cette optique très particulière et l'ensemble des objectifs collectifs et à long terme d'une bonne politique économique et sociale. Une stricte orthodoxie monétaire et financière au service du capital ne peut tenir lieu de politique nationale. Même dans une entreprise, le directeur financier ne peut prétendre se substituer au président-directeur général. A fortiori, les "traders" ne devraient pas pouvoir imposer leur loi aux gouvernements.

Un tel renversement des rôles serait d'ailleurs d'autant plus abusif que l'expérience prouve, et ceci amène à une seconde réflexion, que les jugements portés par les marchés financiers sur les politiques des Etats sont fréquemment marqués d'une fébrilité et souvent même d'une irrationalité extrêmes. Toujours inévitablement inquiets, nerveux et versatiles, obsédés tantôt de rendement tantôt de sécurité, plus préoccupés d'anticiper ou de suivre rapidement les mouvements collectifs des marchés et les croyances des opérateurs que d'analyser objectivement les données fondamentales des économies, dotés au surplus de la même formation, des mêmes informations et

des mêmes méthodes que leurs confrères, les "golden boys" ont un comportement fatalement moutonnier. Les progrès technologiques ont, certes, fondamentalement amélioré l'efficacité des marchés et des opérateurs, mais la complexité des risques rend de plus en plus difficile une bonne compréhension de leur nature réelle (Garabiol, 1995). L'effet d'imitation et l'effet de contagion déterminent donc largement l'évolution du marché (Cartapanis, 1994).

La crise mexicaine de janvier 1995 en est à nouveau une bonne illustration. Ce n'est pas du jour au lendemain qu'ont surgi les problèmes structurels du Mexique et a fortiori ceux des Etats-Unis, de la France ou de l'Italie, pour ne prendre que les exemples de pays également affectés par cette vague spéculative. C'est pourtant quasiment du jour au lendemain que, comme une volée de moineaux effarouchés par un coup de fusil, une masse considérable de capitaux nationaux et internationaux se sont enfuis de ces pays et de quelques autres pour se mettre frileusement à l'abri au Japon, en Allemagne ou en Suisse. La conséquence de ce "sauve qui peut" a été une variation largement excessive des taux de change ou des taux d'intérêt par rapport aux données fondamentales des pays concernés. Et la leçon de ces surréactions est que, si le comportement de chaque "trader" pris isolément est peut-être rationnel en fonction de ses informations et de ses contraintes, le comportement global des marchés financiers peut devenir parfaitement irrationnel et déstabilisant - même si les anticipations sont autoréalisatrices - réduisant l'efficacité des politiques monétaires souhaitables ou rendant plus malaisé l'assainissement des politiques financières contestées, sans compter les risques systémiques inhérents à ces phénomènes de panique collective (Bourguinat, 1987).

La raison fondamentale de cette défaillance des marchés réside naturellement dans le fait qu'à l'incertitude conjoncturelle, qui affecte tout autant les opérateurs des marchés nationaux, s'ajoute sur le plan international une incertitude supplémentaire, de nature systémique : la multiplicité des monnaies nationales et la flexibilité de leurs taux de change. C'est ce qui distingue profondément l'économie internationale actuelle de celle du XIX^{ème} siècle, caractérisée par l'existence d'une monnaie métallique mondiale et donc de taux de change parfaitement fixes. Faute d'une telle référence, les opérateurs financiers internationaux agissent, dès lors qu'ils sortent des zones monétaires existantes, dans un contexte de relativité monétaire généralisée et n'ont aucun étalon stable de la valeur de leurs actifs. Il n'est pas étonnant, dans ces conditions, que les tendances de la psychologie collective l'emportent sur des considérations objectives et que le marché se transforme en casino.

Enfin, et c'est peut-être l'objection la plus importante que l'on puisse présenter à l'encontre de la liberté actuelle de ces marchés, la globalisation financière est probablement elle-même la cause principale de la persistance et de l'aggravation tendancielle des déséquilibres financiers publics et sociaux de beaucoup de pays et notamment des pays en développement.

Il faut se rappeler que, dans la situation antérieure à la libre circulation mondiale des capitaux, c'est-à-dire avant l'explosion des euromarchés, puis la destruction du système monétaire international de Bretton-Woods et la dérégulation généralisée des marchés financiers nationaux, les Etats devaient se contenter, en règle générale, de leur marché national pour financer leurs déficits, tout en veillant à ne pas évincer les emprunteurs privés. Cette contrainte, assouplie fréquemment il est vrai par le financement monétaire partiel des déficits publics, les incitait en tout cas à une certaine rigueur financière. La création du marché financier international n'a bien entendu nullement accru le montant de l'épargne mondiale disponible mais a seulement redistribué les épargnes nationales et elle n'a donc abouti qu'à une modification généralement marginale des flux financiers nationaux. Par exemple, en 1989, les achats nets d'obligations américaines par des non-résidents n'ont atteint que le niveau de 88,9 milliards de dollars, solde d'achats bruts de 2.220,7 milliards et de ventes brutes de 2.131,8 milliards, soit environ 4% des flux bruts (Turner, 1991). L'ampleur des flux croisés, à l'instar du commerce intra-branche ou des investissements directs

croisés, et la faiblesse relative des soldes nets incitent à penser que les mouvements internationaux de capitaux sont beaucoup plus déterminés par la qualité des actifs négociés que par leur rendement comparatif et donc par les déséquilibres globaux de l'offre et de la demande de capital. Mais, en instituant un marché en apparence illimité par rapport aux besoins de chaque pays considéré isolement et en supprimant, par conséquent, tout effet d'éviction, la globalisation a permis à un nombre croissant d'États de se laisser aller à un comportement financier beaucoup moins responsable que dans la situation antérieure. Ils y ont d'ailleurs été encouragés initialement par les banques et les fonds internationaux avides de placements très rentables et au début apparemment sans risque, avant d'en subir très rapidement les contraintes et les fluctuations nocives. On rappellera seulement que, dans les conditions économiques internationales beaucoup mieux ordonnées des années soixante et en l'absence quasi totale de la finance internationale, aussi bien les États que les organismes sociaux des pays développés enregistraient des déficits extrêmement limités et en général purement conjoncturels et même bien souvent des excédents structurels. N'est-il pas curieux que ce soit précisément avec la globalisation financière que tout a commencé dans ce domaine à mal fonctionner et à se dégrader de plus en plus ?

Il est clair que l'insuffisance de règles prudentielles ainsi que l'absence d'un minimum de taxation ou de couverture permettant d'allonger le terme des placements et de réduire la mobilité des capitaux, sont dans une large mesure responsables de ce développement déséquilibré, instable et malsain du financement international. Mais c'est aussi l'absence d'un organisme central chargé de veiller à l'équilibre global de financement et à la régulation des emprunts au plan mondial, comme il en existe depuis toujours au plan national, qui est responsable de ces mouvements de yo-yo financiers et de l'extrême fragilité des engagements financiers mondiaux. On laisse ainsi faire des emprunts hasardeux, qui sont mal investis et qu'il faut passer ultérieurement par pertes et profits. Il n'est pas étonnant, dans ces conditions, qu'il y ait une demande de financement constamment excédentaire et donc un niveau généralement élevé des taux d'intérêt, ce qui bien évidemment entretient et amplifie sans cesse la charge financière des États ainsi que l'apparente pénurie mondiale de capitaux.

Enfin, l'arbitrage permanent entre les places financières cloisonnées par les monnaies nationales et le risque permanent de délocalisation des capitaux qui en résulte au moindre signal d'alarme n'aboutissent pas seulement à soumettre brutalement des pays imprudents à des cures "sado-monétaires" économiquement et socialement très douloureuses, mais contraignent aussi la plupart des pays ordinaires, particulièrement en Europe, à mener en permanence une politique économique et monétaire excessivement restrictive. Dans les deux cas, la conséquence de cette "tyrannie des marchés" est évidemment un taux de croissance faible, à la fois de l'économie et de l'emploi, avec les conséquences sociales et humaines, voire politiques, qu'il implique, et par voie de conséquence une progression insuffisante des recettes fiscales et parafiscales, qui contribueraient normalement à l'équilibre des finances publiques et sociales.

Toutes ces considérations illustrent les dangers et les risques inhérents à la circulation sans règles ni entraves du capital. Elles s'opposent donc à la conception visant à accorder au capital une liberté absolue et par là même un rôle dominant dans l'évolution économique mondiale et plaident, au contraire, en faveur du rétablissement d'un certain contrôle des mouvements internationaux de capitaux.

UN CONTROLE NECESSAIRE

Proposer de reconstruire les marchés financiers peut paraître paradoxal alors qu'ils viennent tout juste d'être totalement dérégulés dans les pays développés et dans près d'un tiers des pays en développement et que leur libéralisation repose apparemment sur le principe parfaitement justifié du libre échange : une allocation plus optimale des ressources mondiales. Telle est pourtant la position d'un grand nombre d'économistes en face des dégâts causés par cette libéralisation (Bourguinat, 1994 ; Eichengreen, 1995 ...) et elle est parfaitement fondée.

Il y a en effet une grande différence entre la libération des échanges commerciaux et celle des mouvements de capitaux. La libération mondiale des échanges est d'abord solidement justifiée dans son principe par la théorie des relations économiques internationales, qui a également mis en évidence ses conditions d'application optimale. C'est la raison pour laquelle elle a été engagée dès les lendemains de la Deuxième Guerre mondiale et réalisée progressivement dans le cadre du GATT par une série de négociations multilatérales, c'est-à-dire par une programmation prudente, un échange de concessions réciproques, une évaluation régulière des avantages et des coûts et des mesures diversifiées selon les catégories de pays et de produits, et ce processus progressif, étalé sur des décennies, n'est toujours pas achevé, en particulier du fait de l'absence des plus grands pays du monde que sont la Chine, l'Inde et la Russie. Rien de tel, en ce qui concerne la libre circulation des capitaux. Si l'article VIII des statuts du FMI, établis en 1944, a imposé aux pays membres la convertibilité des avoirs nés des transactions courantes, l'article VI a autorisé et même recommandé le contrôle des capitaux, traduisant tout à fait légitimement le silence et parfois même la méfiance de la théorie économique dans ce domaine. Le résultat est que, pendant très longtemps, le contrôle rigoureux des opérations en capital est demeuré la règle dans la plupart des pays développés et a fortiori sous-développés. Aucune conférence internationale n'a tenté de progresser dans ce domaine. Et c'est finalement en marge des États, à l'initiative privée, de manière spontanée et donc désordonnée, que la mobilité internationale des capitaux s'est progressivement instaurée, d'abord avec la création des marchés des eurodollars par de grands établissements financiers dès les années soixante, puis avec l'explosion des marchés des pétrodollars dans les années soixante-dix. Si les autorités nationales ne se sont initialement pas opposées à ces initiatives bancaires et les ont finalement ratifiées par la déréglementation, c'est essentiellement pour des raisons pratiques : elles y ont trouvé avantage pour le recyclage de leurs dollars excédentaires ou le financement de leurs déficits extérieurs hors de toute influence politique ou immixtion étrangère et, par la suite, elles ont tenu à ce que leurs établissements financiers et leurs places financières s'insèrent à temps dans le mouvement d'internationalisation en cours. Aujourd'hui, le FMI considère que l'une de ses tâches primordiales est d'encourager dans tous les pays membres la convertibilité totale des avoirs nés des mouvements de capitaux, mais là aussi principalement pour des raisons pratiques - éviter des tentations inflationnistes et des fuites de capitaux nationaux - plutôt que pour des raisons proprement théoriques.

Contrairement à ce qui s'est passé pour les échanges commerciaux, aucune réflexion doctrinale, aucune programmation d'ensemble et aucune concertation internationale n'ont donc présidé au processus de dérégulation des mouvements internationaux de capitaux. Il ne faut pas s'étonner dans ces conditions que cette libéralisation, aussi improvisée que rapide, ait pu engendrer à la fois le meilleur et le pire. Le meilleur étant la forte progression d'investissements directs ainsi que de prêts à long terme qui ont grandement contribué à la rapide extension géographique du développement en Asie et en Amérique Latine. Le pire étant la non moins forte progression de placements de portefeuille et de dépôts à court terme, qui est à l'origine de tous les phénomènes de déstabilisation évoqués. Autant les investissements et prêts à long terme répondent aux critères de l'avantage comparatif et de l'allocation optimale des ressources, autant les placements boursiers et à court terme les contredisent. Confondre systématiquement, comme le font à l'heure actuelle un grand nombre d'experts internationaux, l'épargne extérieure stable et le capital international flottant relève donc de l'idéologie plutôt que de la réflexion.

Si la libération des mouvements de capitaux avait pu se fonder sur des analyses théoriques aussi approfondies et nuancées que celles qui ont concerné les échanges commerciaux et se réaliser selon la même méthode concertée, progressive et sélective, nul doute que la libération serait aujourd'hui très différenciée et les résultats globaux très différents de ceux que l'on constate. Il est clair en particulier que la libération des investissements de portefeuille n'aurait été réalisée initialement qu'entre pays de niveau de développement comparable et de stabilité monétaire déjà assurée. Quant aux flux à court terme d'arbitrage et de spéculation, qui ne présentent strictement aucun avantage macroéconomique et constituent une menace permanente pour la stabilité du système monétaire et financier international, leur libération n'aurait sans doute été envisagée qu'assortie de contraintes adéquates, voire même de clauses de sauvegarde.

Il est donc tout à fait justifié aujourd'hui, les choses étant ce qu'elles sont, de demander une reregulation de ces catégories de mouvements financiers dont les effets macroéconomiques sont pervers et profondément déstabilisants. Dans la mesure où l'instabilité financière et monétaire internationale n'est pas seulement le produit mais constitue également l'une des causes majeures des déséquilibres financiers et monétaires nationaux, il ne suffit pas de demander, comme le font systématiquement les organismes internationaux, une réforme générale des gestions publiques nationales et une surveillance accrue des politiques économiques nationales, mais il convient surtout de requérir un contrôle et une régulation globale des marchés financiers internationaux. Dans le cercle vicieux qui s'amplifie dangereusement depuis quelques années entre la volatilité de ces capitaux et la fragilité des finances publiques, c'est probablement par la régulation des marchés qu'il faudrait commencer pour recréer les conditions d'une croissance économique mondiale régulière et financièrement saine. A cet égard, des contrôles internes et des règles prudentielles ne suffisent pas, car elles n'excluent nullement des mouvements cumulatifs préjudiciables à la stabilité internationale. Les opérateurs auraient d'ailleurs vite fait de déjouer de telles contraintes par des innovations techniques. Au jeu des gendarmes et des voleurs, ce sont toujours les voleurs qui prennent de l'avance et qui gagnent. Il faut donc, comme l'a proposé il y a longtemps déjà James Tobin, au moins "mettre des grains de sable dans les rouages de la finance internationale".

La contradiction entre la globalisation financière et la diversité monétaire, entre la mondialisation de l'offre de capital et le cloisonnement de la demande de capital, ne peut être surmontée que par une organisation monétaire internationale stable ainsi que par une réglementation et une taxation réductrices d'incertitude sur les mouvements de capitaux. Il n'est d'ailleurs pas exclu que ce soient les intéressés eux-mêmes, traumatisés par les crises récentes et la crainte d'une autodestruction du marché, qui finissent par forcer les pouvoirs publics à abandonner leur laxisme actuel et à créer le cadre réglementaire indispensable à tout marché pour limiter le risque systémique et simultanément assurer l'efficacité économique. L'expérience a toujours montré que seuls des marchés organisés et régulés peuvent contribuer à la croissance rapide et équilibrée des économies, au plan mondial comme au niveau national, dans les pays en développement comme dans les pays déjà développés.

BIBLIOGRAPHIE

- AGLIETTA M, *Macroéconomie financière*, Paris 1995.
- ARTUS P, BISMUT C, PLIHON D, *Épargner, investir et croître*, Groupe allocation internationale de l'épargne, Commissariat Général du Plan, Paris, juin 1991.
- BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX, *63ème rapport annuel*, Bâle 1993.
- BANQUE NATIONALE DE PARIS, *Lettre de conjoncture*, Paris, août 1995.
- BOURGUINAT H, *Les vertiges de la finance internationale*, Paris 1987.
- BOURGUINAT H, *La tyrannie des marchés*, Paris 1994.
- CARTAPANIS A, Le rôle déstabilisant des mouvements de capitaux sur le marché des changes, *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, n°43 Paris 1994.
- EICHENGREEN B, TOBIN J, WYPLOSZ C, Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance, *The Economic Journal*, Oxford, January 1995.
- FELIX D, Mobilité financière internationale : effets déstabilisateurs et régulation *Revue Tiers-Monde*, Paris, juillet-septembre 1994.
- FMI, Déterminants and Systemic Consequences of International Capital -Flows, *Occasional Paper* n' 77, Washington DC, March 1991.
- FMI, Les pays en développement face à l'afflux de capitaux extérieurs, *Bulletin*, 27 février 1995.
- FMI, Il faut s'accommoder de l'intégration des marchés internationaux de capitaux, *Bulletin*, 10 avril 1995.
- GARABIOL D, Technologies et risques sur les marchés financiers, *Revue d'Economie Financière*, printemps 1995.
- GENDARME R, *La pauvreté des nations*, Paris, Cujas, 1963.
- KREDITBANK, *Bulletin mensuel*, Bruxelles, mai 1992.
- LAMFALUSSY A, Le développement des marchés financiers, enjeux et perspectives, *Reflets et perspectives de la vie économique*, Wezembeck, février 1995, in *Problèmes Economiques* n°2429, 21 juin 1995.
- LONGUEVILLE G, Contrainte extérieure et financements de marché : la désillusion de certains pays émergents, *Lettre de conjoncture BNP*, mars 1995.
- OCDE, *Tendances des marchés des capitaux*, Paris, OCDE, 1994.
- TURNER P, Capital Flows in the 1980's : A Survey of Major Trends, *BIS Economic Papers*, n'30, April 1991.

Texte extrait de :

J. Brot (ed.) Entreprise, région et développement - Mélanges en l'honneur de R. Gendarme - Nancy 1996