

Chapitre 8

Mondialisation et marché des capitaux (1870 – 2000)

La *première* et la *deuxième section* sont successivement théorique puis historique et discutent les limites des choix de politique macroéconomique de l'Etat. La *troisième section* porte sur l'intégration des marchés financiers. La *quatrième section* examine l'importance d'un bon système financier pour la croissance économique, et le rôle de ce système dans la mondialisation. La *cinquième section* examine les choix de systèmes de changes dans la période récente comme avant 1914.

1. Théorie : les limites des choix de l'Etat

La politique macroéconomique d'un Etat est confrontée à un trilemme, dit de Mundell. Parmi les trois options suivantes, il ne peut en retenir que deux : 1) liberté des mouvements de capitaux, 2) fixité du taux de change, 3) politique monétaire indépendante.

Par exemple, si le taux de change est fixe et anticipé le rester, et si les mouvements de capitaux sont libres, le taux d'intérêt intérieur est égal au taux d'intérêt sur les marchés internationaux. Ce taux détermine alors la demande de monnaie que doit satisfaire la Banque Centrale.

Si la Banque Centrale veut déterminer une politique monétaire nationale indépendante et fixer le taux d'intérêt intérieur, et si les mouvements de capitaux sont libres, l'écart du taux d'intérêt avec le reste du monde détermine le taux de dépréciation du taux de change. Celui-ci doit donc être flottant.

Ainsi la liberté des mouvements de capitaux n'est possible que dans deux cas : Ou bien le taux de change est fixe et le pays renonce à une politique monétaire indépendante ; Ou la Banque Centrale du pays mène une politique monétaire propre, et le taux de change est flottant. En conséquence, si un Etat souhaite pouvoir mener une politique monétaire indépendante et avoir un taux de change fixe, il doit recourir à un contrôle des mouvements de capitaux.

La fonction principale de l'Etat est de trouver des compromis entre groupes de pression aux intérêts contradictoires. Dans certaines périodes de l'histoire un groupe de pression domine les autres, ce qui permet à l'Etat de faire un choix clair. En d'autres périodes historiques, l'Etat ne peut que trouver des compromis instables, et se retrouve en train de poursuivre les trois objectifs alors qu'il

ne peut en atteindre que deux. Sa quête est non seulement impossible, mais elle détruit en plus sa crédibilité. Par exemple quand l'Etat s'engage à assurer la fixité du taux de change, les acteurs économiques et financiers seront sceptique et douteront de la pérennité de ce choix. Ce manque de confiance découragera l'investissement et l'initiative.

2. Illustrations historiques

Nous allons examiner quatre périodes successives

1. *1870-1914*. De plus en plus de pays adoptent l'étalon or et un marché mondial des capitaux s'instaure à Londres. Le système d'étalon or est crédible, c'est-à-dire les marchés anticipent sa pérennité. La mondialisation s'est imposée dans le monde entier.

La force du système d'étalon or trouve son origine dans la puissance des groupes d'intérêt financiers de l'époque, et dans le désir de ces groupes de conserver ce système. Notamment ce système garantit la stabilité des prix, et les rentiers, détenteurs de titres d'Etat rapportant un revenu nominal fixe, sont très hostiles à l'inflation. Il faut se rappeler que les systèmes de retraite par répartition sont alors presque inexistants, et que les retraités tirent une part importante de leurs revenus des titres de dette publique qu'ils avaient achetés durant leur vie active.

Ainsi, sur la période 1891-1897 les Etats-Unis connurent une forte déflation, résultant d'une spéculation créée par des marchés qui craignaient que ce pays abandonne l'étalon or. En dépit de cette déflation, les Etats-Unis continuèrent à lier le dollar à l'or et n'introduisirent aucun contrôle des changes.

Un pays qui adhérerait au système d'étalon or pouvait alors emprunter à des taux d'intérêt plus bas sur le marché international : celui-ci considérerait alors que le risque-pays de l'emprunt était moindre. Bref l'adhésion à l'étalon or signifiait que l'Etat du pays mènerait une politique économique responsable, ce qui rassurait les marchés¹.

Des études économétriques ont établi que la fixité des taux de change résultant du système d'étalon or a eu un effet extrêmement favorable sur le développement du commerce international.

¹ Les considérations théoriques de la section précédente et l'expérience de l'entre-deux guerres qui est présentée par la suite montrent que la crédibilité de l'adhésion d'un pays à l'étalon-or, nécessite une politique monétaire adéquate et une

2. *1914-1945*. Les Etats mènent des politiques de plus en plus nationales (ou même nationalistes). Le système de l'étalon or s'effondre et les contrôles des mouvements de capitaux deviennent très importants. Les échanges de biens et les mouvements de migrants et de capitaux deviennent très faibles.

Les contrôles des marchés des biens et des capitaux, celui des mouvements de personnes et la mise en œuvre de politiques de stabilisation nationale, trouvent leur origine dans la montée en puissance d'autres groupes d'intérêts, par exemple les syndicats de travailleurs, qui entreront en concurrence avec les groupes d'intérêts financiers. Cette évolution était défavorable à une politique monétaire passive, uniquement soumise aux exigences du maintien de la parité de la monnaie dans le cadre du système d'étalon or. Cette politique perdit ainsi sa crédibilité.

Le système d'étalon or fut rétabli vers 1925, à des parités souvent déraisonnables, notamment en Angleterre. L'absence de crédibilité de l'adhésion d'une nation à l'étalon or (d'autant plus forte que la parité choisie était déraisonnable) l'empêchait de jouer le rôle de signal positif à l'égard des marchés financiers. Les taux d'intérêt auxquels ceux-ci acceptaient de prêter à un pays se mirent à dépendre d'autres indicateurs économiques, tels que l'endettement public et le taux d'inflation.

Avec la Grande Dépression les pays abandonnèrent l'un après l'autre l'étalon or et déprécièrent leurs monnaies. Ceux qui furent les plus tardifs à abandonner l'étalon or (France, Allemagne) furent aussi ceux qui souffrirent de la déflation la plus forte et de la reprise la plus tardive. Ils furent aussi les pays qui introduisirent les systèmes de contrôle des mouvements de capitaux les plus forts.

3. *1945-1971*. Il s'agit de la période qui suivit l'accord de Bretton Woods et l'instauration du FMI. Les échanges de biens progressent rapidement et la croissance est forte. Les changes sont fixes. Mais le FMI admet le contrôle des changes ce qui permet une certaine autonomie des politiques monétaires nationales. On sait que les statuts du FMI demandent la convertibilité des monnaies pour les opérations de la balance des paiements courants. Mais ils ne disent rien pour les opérations du compte de capital. Cependant, au cours des années, les politiques de contrôle des changes deviennent de plus en plus difficiles à maintenir, et leur affaiblissement conduira à l'effondrement du système de changes fixes de l'étalon change-or.

parité adaptée ne conduisant pas à des déséquilibres extérieurs importants. Les pays de la périphérie n'avaient pas cette discipline, ce qui explique les crises bancaires et de la dette extérieure de l'Argentine en 1889 et en Australie en 1893.

4. *Après 1972*. La mobilité des capitaux devient très forte. Progressivement les grands pays du Nord ou zones adoptent des changes flottants. La mobilité des capitaux satisfait les intérêts des milieux financiers internationaux. La flexibilité des taux de change permet aux pays de mener les politiques de stabilisation monétaire, demandées par les syndicats ouvriers et patronaux nationaux. A l'intérieur de la zone euro (antérieurement du SME) les changes sont fixes.

L'indépendance des banques centrales des autorités politiques fut progressivement adoptée par tous les pays industrialisés. Leur mission fut d'abord de contrôler l'inflation, ensuite la stabilité de la conjoncture, notamment en évitant l'apparition ou sinon le développement de crises bancaires, financières ou de change. Le but de la mesure est de permettre à ces banques d'échapper aux pressions politiques les empêchant de faire un choix cohérent dans le trilemme de Mundell.

Initialement, les pays du Sud résolvent assez mal le problème du trilemme. Les engagements de certains à des changes fixes (*currency board*) souffrent d'un déficit de crédibilité. Dans d'autres pays, des politiques de changes flottants plus ou moins impurs avec une politique monétaire privilégiant le contrôle de l'inflation, peuvent être accompagnées de fluctuations importantes du taux de change et d'un niveau élevé du taux d'intérêt (Brésil). Une interprétation est que certains pays du Sud libéralisèrent trop rapidement les mouvements internationaux de capitaux. Cette libéralisation devança souvent celle des échanges de biens et services (qui rencontrait des résistances de divers groupes d'intérêt) et s'opéra avec des systèmes bancaires et financiers nationaux fragiles et mal contrôlés. Aussi la libéralisation des mouvements de capitaux dans les pays du Sud conduisit à de fréquentes crises des balances de paiements.

Depuis une douzaine d'années les pays du Sud ont trouvé un équilibre dans les choix qu'ils pouvaient faire : des taux de change assez fixes, et selon les cas une liberté des mouvements de capitaux ou une politique monétaire indépendante.

3. Intégration des marchés financiers

1. *La structure des stocks d'actifs étrangers*. Nous pouvons commencer par regarder les stocks d'actifs du pays i dans le pays j et cela pour tous les pays du monde. Le calcul de ces stocks est difficile : ils doivent être mesurés à leurs valeurs boursières, qui diffèrent notablement des valeurs purement comptables, et prendre en compte les faillites, les remboursements, etc.

Durant le 19^{ème} siècle on voit une nette différenciation entre pays prêteurs (Pays Bas, puis Angleterre) et pays emprunteurs (Etats-Unis jusqu'à la fin du siècle). Les actifs étrangers représentaient 7% du PIB mondial en 1870 et près de 20% avant la Première Guerre Mondiale. Durant l'entre-deux-guerres les actifs étrangers ne représentaient plus que 8% du PIB mondial en 1930 et 5% en 1945.

Ils augmentèrent ensuite rapidement et représentaient 62% du PIB mondial en 1995. Mais ce chiffre doit être bien compris. Il concerne les actifs bruts. Avant 1914 ils différaient peu des actifs nets (actifs étrangers bruts moins passifs à l'égard de l'étranger bruts), puisqu'un pays était soit un crédeur ou soit un débiteur. Après la Seconde Guerre Mondiale, les pays créditeurs seront aussi des pays débiteurs et les actifs nets seront beaucoup plus bas que les actifs bruts. Ainsi la logique du capitalisme ne sera plus que les pays à forte épargne investissent dans les pays à fortes potentialités d'investissement comme avant 1914², mais que les pays à forte épargne diversifient celle-ci en investissant dans les autres pays à forte épargne : le Nord investit principalement dans le Nord et depuis plus récemment dans les pays émergents qui se développent rapidement.

En 1900 les pays en voie de développement d'Asie, d'Amérique Latine et d'Afrique représentaient 33% de la dette mondiale. En 1990 ils ne représentaient plus que 11%. Les investissements directs vers les pays en développement représentaient 63% du total en 1913. Ils n'en représentaient plus que 28% en 1996 et 32% en 2001. Une raison est qu'en 1900, la plupart des pays en voie de développement étaient colonisés (sous des formes plus ou moins rigides). Ce statut protégeait les capitaux étrangers investis contre les risques politiques, mais aussi contre les instabilités économiques. Actuellement, ces pays apparaissent comme disposant de systèmes financiers fragiles, qui découragent les investisseurs étrangers. Vous reconnaîtrez une remarque que j'avais faite sur une fonction de l'impérialisme : protéger l'investissement des capitaux superflus, mais vous vous rappellerez aussi que le monde actuel est moins confronté au problème des capitaux superflus qu'il y a un siècle, par suite du passage d'un régime malthusien atténué à un régime de croissance endogène.

2. *Les investissements du Sud vers le Nord.* Une évolution récente mais forte est que les flux internationaux de capitaux vont maintenant du Sud vers le Nord. Les pays à hauts revenus sont devenus des importateurs nets de capitaux. Ainsi leur balance des paiements courants agrégée

² Ainsi l'Argentine eut un déficit de sa balance des paiements courants représentant en moyenne 18,7% de son PIB sur la période 1870-1889 et 6,2% de son PIB sur la période 1890-1913. La corrélation entre investissement et épargne nationale calculée sur l'ensemble des pays du monde, qui devrait être d'autant plus faible que le marché international des capitaux est intégré, fut plus basse de 1880 à 1910 que pour toutes les périodes postérieures jusqu'en 1990.

est en déficit de 200 milliards de dollars en 2001 (le déficit des Etats-Unis de 400 milliards, n'était pas compensée par les excédents de l'Europe et du Japon). Les grands investisseurs du Sud sont la Chine, les autres pays du Sud-Est asiatique et, les pays producteurs de pétrole. Le principal bénéficiaire au Nord de ces flux de capitaux est les Etats-Unis. Si ces pays émergents du Sud à croissance rapide investissent plus dans le Nord que le Nord n'investit chez eux, la nature des investissements est différente. Les pays asiatiques investissent beaucoup en bons du trésor et autres placements liquides (et peu rémunérés). Les pays du Nord effectuent des investissements directs ou de portefeuille (bien rémunérés). Les pays européens sont dans des situations contrastées, avec l'Espagne ayant un déficit de la balance des paiements courants qui en terme de points de PIB est supérieur à celui des Etats-Unis, et l'Allemagne qui a une balance des paiements courants excédentaire.

3. *Les investissements directs*. Il y a deux théories bien contrastées des investissements directs. Les *multinationales verticales* garderaient toutes les fonctions de direction, de R&D, de marketing, de finance, etc., intensives en main-d'œuvre qualifiée, dans un pays du Nord. Elles décentraliseraient leurs opérations de production, intensives en travail peu qualifié, dans des pays du Sud. Cette décentralisation aurait pour but de profiter du bas coût du travail dans ces pays et leur production serait exportée pour l'essentiel. Une *multinationale horizontale*, décentraliserait aussi ses opérations de production vers des pays du Sud ou du Nord, mais cela afin de servir leurs marchés. Cette production ne serait donc pas exportée. Le but serait d'éviter les coûts de transport, les tarifs douaniers et les quotas (ce qu'on appelle une stratégie de *tarif jumping*) auxquels seraient soumises des exportations vers ces pays. Donc, dans le premier cas, les investissements directs créeraient un mouvement d'exportations, alors que dans le second cas il se substituerait à des exportations.

Les travaux empiriques concluent que les stratégies horizontales sont beaucoup plus fréquentes qu'en les stratégies verticales, ce qui est cohérent avec le résultat que les investissements directs sont beaucoup plus importants dans le sens Nord-Nord, que dans le sens Nord-Sud (seuls ces derniers investissements peuvent être du type vertical). Il est cependant possible que ces études empiriques sous-estiment l'importance des stratégies verticales (par exemple parce que leur identification nécessiterait des données plus fines que celles dont on dispose). D'autre part, comme je le discuterai ultérieurement, une firme multinationale voulant profiter du bas coût de la main-d'œuvre dans un pays du Sud, peut préférer utiliser les services d'un sous-traitant local, que créer une filiale. Par exemple, Nike produit l'essentiel de ses chaussures en Asie, mais n'a pas de filiales dans cette région du monde.

4. Qualité du système financier, croissance et mondialisation

Rousseau et Sylla défendent la thèse extrême mais séduisante qui est que c'est la qualité du système financier d'un pays qui conduit son développement et sa participation à la mondialisation. Ils définissent un bon système financier par les 5 conditions suivantes : 1) des finances publiques et un financement du coût de la dette sains; 2) un système monétaire et une monnaie stables ; 3) une diversité des banques orientées vers des activités nationales ou internationales ; 4) une banque centrale stabilisant les finances nationales et gérant les relations financières internationales ; 5) un marché des titres fonctionnant bien. Un tel système facilitera la croissance, mais aussi inspirera la confiance des investisseurs internationaux³. Je peux rappeler à ce stade les quatre fonctions d'un système financier : 1) mobiliser l'épargne ; 2) répartir le capital entre ses différents usages ; 3) contrôler la gestion des chefs d'entreprises ; 4) réduire le risque en permettant sa diversification.

Les auteurs considèrent d'abord une succession de cas historiques, plus précisément de « révolutions financières » qui créèrent de bons systèmes financiers. Les Pays-Bas gagnèrent leur indépendance de l'Espagne des Hasbourgs de la fin du 16^{ème} siècle au début du 17^{ème} siècle. Durant leur occupation, les provinces hollandaises développèrent un marché de la dette publique pour lisser les impôts des Espagnols dont les montants étaient très fluctuants. Simultanément un marché international des lettres de change s'était développé pour permettre le paiement des transactions internationales sans mouvements de métaux précieux. En 1609 les Provinces Unies instaurèrent la Banque d'Amsterdam, dont la monnaie bancaire était plus pratique que les pièces d'or et d'argent, et la première société anonyme par actions, qui était la Compagnie (hollandaise) des Indes Orientales. L'instauration de ce système financier moderne fut suivie d'un fort développement économique, qui fut appelé l'Age d'Or.

*Le second exemple est celui de l'Angleterre. Celle-ci eut un 17^{ème} siècle troublé (vous avez tous lu *Vingt ans après* d'Alexandre Dumas). La situation politique se stabilisa avec la Révolution Glorieuse de 1688 et l'accession à la royauté de Guillaume d'Orange, qui était hollandais. Les Anglais adoptèrent un système financier sain, imité de celui des Pays-Bas. La Banque d'Angleterre fut créée en 1694, les finances publiques furent assainies, des marchés des lettres de change, des*

³ Des institutions démocratiques représentant réellement le peuple, sont souvent cités comme une condition d'existence d'un bon système financier. Ces institutions ont plus d'incitations et de légitimité pour organiser des finances publiques

titres de dettes publiques et des actions (dont une partie étaient souscrite par le reste du monde) furent établis. La principale société anonyme par action était la Compagnie (britannique) des Indes Orientales. Les banques se développèrent dans toute l'Angleterre et l'Ecosse. Ce système financier, qui accueillait des capitaux étrangers, permit le financement de la Révolution Industrielle du 18^{ème} siècle.

Le troisième exemple est celui des Etats-Unis. Dès qu'ils devinrent indépendants, le Secrétaire du Trésor, Alexander Hamilton instaura en quelques années, un système financier de qualité, basé sur le bi-métallisme (or et argent). Ce système attira les capitaux étrangers, et permit le financement des révolutions industrielles et des transports et de la conquête de l'Ouest du 19^{ème} siècle. Une remarque est qu'une entrée stable de capitaux étrangers nécessite un bon système financier, attirant parallèlement l'épargne nationale. Ces deux conditions ne sont pas vérifiées par la plupart des pays émergents actuels.

La France et l'Allemagne ne développèrent pas un bon système financier avant la seconde moitié du 19^{ème} siècle, la France à cause de l'interventionnisme de l'Etat, l'Allemagne car il lui fallut attendre son unité (1871). Au Japon, l'essor d'un bon système financier data de la décennie qui suivit la révolution Meiji de 1868. Ces trois pays se développèrent rapidement par la suite.

Rousseau et Sylla complètent leurs analyses de cas historiques par *une analyse économétrique*. Ils considèrent un panel de 17 pays sur la période 1850-1994. L'économétrie permet de comparer des évolutions temporelles, mais aussi les différences existant entre pays à une même date. Les auteurs concluent que le développement d'un bon système financier est bénéfique à la croissance, tout particulièrement au début du processus de développement. Il permet aussi un développement des échanges internationaux de marchandise. Il contribue enfin à une baisse des taux d'intérêt.

Beaucoup d'autres études empiriques, utilisant une méthodologie similaire, aboutissent au même résultat que les pays qui ont un système financier plus sophistiqué, avec un marché des titres liquide et des banques privées de grande taille, croissent plus vite. La raison n'est pas que ce système mobilise une épargne plus importante, mais qu'il permet une allocation plus efficace de l'investissement. La généralisation d'un bon système financier apparaît enfin comme un facteur important de la convergence des taux d'intérêt que nous avons notée plus haut.

saines, ce qui donne une crédibilité accrue aux titres de dette publique. Les expériences historiques que nous allons maintenant présenter coïncidèrent avec la création d'institutions démocratiques.

5. Système financier et système des changes

5.1. Les pays du Nord après la Seconde Guerre Mondiale

Dans les *années 50 et 60*, les pays industrialisés ne voulaient pas retenir clairement deux options parmi les trois du trilemme de Mundell. Ce refus de choisir conduisit à des attaques spéculatives contre les monnaies, auxquelles les pays européens répondaient, d'abord en adoptant des mesures de contrôle des mouvements de capitaux, puis en dévaluant ou réévaluant leurs monnaies. Dans le cas des Etats-Unis, les choses furent plus dramatiques : ce pays choisit les trois options simultanément, avec le résultat que le système de Bretton Wood s'effondra sur la période 1971-1973.

L'histoire du SME, instauré en 1979, est tout aussi dramatique. Le système refusait de choisir l'une des deux formes extrêmes de système de change du trilemme de Mundell. Il voulait la libération des mouvements de capitaux, et tous les pays européens finirent par s'y rallier, certains tardivement comme la France. Il admettait un flottement des taux de change intra-européens dans des bandes de fluctuation assez étroites et des possibilités de réalignements concertées, et espérait ainsi autoriser les pays membres à disposer d'une liberté limitée pour mener des politiques monétaires autonomes. Ce compromis complexe s'effondra à la suite d'attaques spéculatives dans les années 1992-1993.

A partir du courant des années 1980 les pays industrialisés disposent de bons systèmes financiers. Dans le trilemme de Mundell ces pays ont choisi la libération des mouvements de capitaux et une politique monétaire autonome. Ils ont abandonné la fixité des taux de change, et effectivement, les taux de change entre l'euro, le yen, le dollar américain, mais aussi les dollars canadiens, australiens ou néo-zélandais, fluctuent librement et avec une grande ampleur. Cependant cette constatation comporte une grosse exception : la plupart des pays européens ont adopté un système de changes parfaitement fixes, et abandonné toute politique monétaire nationale. Ils ont réalisé cela par l'adoption d'une monnaie et d'une banque centrale communes : l'euro et la BCE. Il n'est alors pas déraisonnable de conclure que les pays industrialisés ont retenu l'une des deux formes suivantes extrêmes d'un système de changes : les changes flexibles purs ou les changes parfaitement fixes.

Il reste une remarque importante à faire. Les *banques centrales des pays industrialisés sont devenues toutes indépendantes* des pouvoirs politiques, et leurs objectifs statutaires accordent un poids important à la stabilité des prix. Ce statut favorise un choix clair et crédible entre nos trois objectifs. Il en est ainsi pour les mêmes raisons que celles que j'avais citées plus haut, que la crédibilité du système d'étalon or de la période 1870-1913 reposait sur le fait que les politiques monétaires de l'époque n'étaient influencés que par les intérêts des milieux financiers. Ainsi, la dépréciation d'une monnaie, comme l'euro jusqu'au début des années 2000, puis du dollar ensuite, n'est pas interprétée par les marchés comme l'annonce d'une crise dans l'économie du pays concerné, mais comme une fluctuation normale, et ne génère donc pas d'attaque spéculative.

5.2. *Les pays du Sud après la Seconde Guerre Mondiale*

Qu'en est-il des pays en développement ? Je me limiterai aux plus riches d'entre eux que j'appellerai les pays émergents. Leurs systèmes financiers ne sont guère brillants et leurs banques centrales ne sont pas indépendantes et n'ont pas les moyens de mener de façon durable des politiques saines et crédibles. Ainsi, si ces pays adoptent un système de changes flexibles pur ou impur, une dépréciation de leur monnaie peut conduire les marchés financiers à anticiper une crise, et en conséquence à précipiter une fuite des capitaux investis et une attaque spéculative. Les marchés peuvent aussi anticiper que des difficultés économiques ou politiques d'un pays l'empêcheront de maintenir une politique monétaire rigoureuse en cas d'attaque spéculative, ce qui peut inciter les capitaux investis à partir et encourager une attaque spéculative (ce qu'on appelle les crises auto-réalisatrices). Or beaucoup de ces pays sont très endettés. Leurs dettes externes sont exprimées en monnaies des pays industrialisés (les agents privés de ceux-ci ne prêteraient jamais à un pays émergent dans sa monnaie). Ainsi, quand un pays émergent laisse sa monnaie se déprécier, la charge de sa dette externe devient rapidement insoutenable.

Cela explique que les pays émergents ne veulent pas d'un système de change flexible. Calvo et Reinhart notent que même les pays émergents qui déclarent au FMI avoir adopté un système de changes flexibles, ne laissent la parité de leurs monnaies relativement à des paniers de monnaies de pays riches, ne fluctuer que très peu. Ainsi, ces pays vivent dans un système de changes quasi-fixes.

En simplifiant notablement on peut noter que les pays asiatiques recourent plus au contrôle des mouvements de capitaux que les pays d'Amérique Latine. D'autre part, la fixation ou quasi-fixation

des taux de change ne suffit pas à permettre à des pays dont les systèmes financiers (notamment les finances publiques) étaient de mauvaise qualité et peu crédibles, de stabiliser durablement leurs économies. Le meilleur exemple est celui de l'échec de la caisse d'émission établie par l'Argentine dans la décennie 90. Les pays asiatiques, justement parce qu'ils ont maintenu un contrôle des mouvements de capitaux, ont été plus stables. L'exemple est celui de la Chine, dont la monnaie a été indexée sur le dollar jusqu'à récemment, et est *de facto* encore largement relié à cette monnaie.

5.3. La période 1870-1913

Comment les choses se passaient-elles de 1870 à 1913 ? Les pays développés disposaient déjà d'un bon système financier, et les pays émergents d'un mauvais système financier. Les pays développés avaient adopté le système de l'étalon or. Celui-ci laissait une petite flexibilité à leurs politiques monétaires et à leurs taux de change entre les deux points or. Mais leurs engagements dans ce système (garanti par le pouvoir de la classe financière) étaient tels que les marchés anticipaient que toute dépréciation d'une de leurs monnaies serait de faible ampleur et transitoire (limitée aux bornes du petit intervalle que constituaient les points or). Les attaques spéculatives restaient donc limitées.

Les pays du Nord prêtaient aux pays émergents, dans des monnaies fortes bien sûr, ou sinon en indexant la valeurs de leur engagement sur l'or (la clause or). Une dépréciation de la monnaie d'un pays émergent avait toutes les chances d'être interprétée par les marchés comme pouvant se poursuivre et comme un signe annonciateur d'une crise grave. D'autre part cette dépréciation conduisait à élever la charge de la dette externe à des niveaux insoutenables. Ces pays devaient donc fonder leur système monétaire sur une caisse d'émission⁴ (*currency board*) ou sur l'or avec des réserves importantes. Cependant, la faiblesse de la qualité de leur système financier les forçait à emprunter à des taux d'intérêt fluctuants et qui pouvaient devenir élevés quand la crédibilité de ces pays baissait.

Les constatations du chapitre 5 n'ont pas pris en compte le fait que les flux d'immigrants ont été accompagnés de flux de capitaux allant dans le même sens. Les modèles de simulation montrent que ces flux de capitaux entre l'Europe et le Nouveau Monde ont atténué (mais à un degré modéré)

⁴ Il y a peut-être quelque chose d'artificiel dans mes remarques : beaucoup de pays en développement de l'époque (en fait tous après 1900, sauf ceux d'Amérique Latine et d'Europe, ainsi que le Siam) étaient des colonies ou des protectorats. Les caisses d'émission étaient donc créées par les autorités coloniales, et le système financier, bien que peu sophistiqué, pouvait être plus robuste qu'il ne semblait, à cause du soutien des banques et du Gouvernement du pays colonisateur.

l'effet des migrations sur les salaires. Ainsi, si les échanges de biens et les mouvements de personnes tendaient à faire converger le Vieux Monde vers le Nouveau Monde, les mouvements de capitaux avaient l'effet inverse.

6. La liberté des mouvements de capitaux est-elle bonne pour les pays émergents ?

On va se limiter à cinq remarques qui tendent à conclure par une réponse modérément négative à la question.

- Les investissements directs ont les avantages suivants pour les pays émergents : ils sont stables, ils introduisent de nouvelles technologies et de nouvelles méthodes de management, ils rendent plus concurrentiels les marchés de ces pays. Ils ont l'inconvénient d'être coûteux dans le long terme : on sait que les actions sont plus risquées que les obligations, en conséquence elles bénéficient d'un taux de rémunération de moyen et long terme plus élevé.
- Les emprunts internationaux de Gouvernements des pays émergents permettent à ceux-ci de financer durablement des déficits insoutenables et conduisent à des crises de la dette suivies d'une stagnation économique, comme la décennie perdue (les années 80) en Amérique Latine.
- Les emprunts privés d'une entreprise d'un pays émergent peuvent présenter un risque d'entreprise faible (si celle-ci est saine), mais un risque pays fort (de dévaluation, de crise économique, etc.) Il suffit de penser au cas de l'Argentine de ces dix dernières années.
- Les banques des pays industrialisés prêtent souvent excessivement, et le FMI a longtemps incité les pays du Sud à accepter ces prêts (bien qu'il soit devenu récemment plus prudent en ce domaine, acceptant même l'idée d'un contrôle des changes de la part des pays du Sud). Les banques du Nord bénéficient d'un aléa de moralité : si les choses tournent mal elles bénéficieront d'une assurance pour les dépôts, d'une intervention de prêteur de dernier recours de la part de leur banque centrale ou du FMI, etc. justifiée par la crainte de ces institution d'intérêt public d'une crise financière internationale (*too big to fail*). La

supervision internationale et les règles prudentielles internationales qui devraient être imposées à ces banques pour limiter l'aléa de moralité, restent insuffisantes.

- Les banques des pays émergents sont très mal supervisées, ce qui facilite l'incompétence, l'aventurisme et la corruption. Le contrôle des changes a été aboli beaucoup trop vite dans beaucoup de ces pays. La crise asiatique de 1997-98 a heurté violemment des nations dont les fondamentaux étaient sains. Sa cause a été le développement soudain d'une inquiétude puis de la panique des investisseurs des pays du Nord, qui ont pris conscience de l'endettement élevé des pays d'Asie de l'Est et du Sud-Est. Il est intéressant de remarquer que le pays qui est sorti le plus vite de la crise est la Malaisie, qui est aussi celui qui rétabli le plus rapidement un système de contrôle des changes (en septembre 1998). L'Inde et la Chine, qui n'avaient jamais abandonné leur contrôle des changes, ont échappé totalement à la crise asiatique. Si la Chine, qui avait un système bancaire fragile, avec beaucoup de créances non remboursables, avait abandonné son contrôle des changes, elle aurait souffert d'importantes fuites de capitaux et d'une grave crise bancaire.
- Les flux internationaux de capitaux peuvent être très instables. Si par exemple les taux d'intérêt sont bas dans le Nord (parce que les banques centrales essaient de relancer l'économie), les investisseurs du Nord investiront dans des pays du Sud. Quand les taux d'intérêt remonteront dans le Nord (par exemple parce que les banques centrales essaient d'empêcher une surchauffe de leurs économies), les investisseurs cesseront d'investir dans le Sud. Les pays du Sud auront alors des périodes d'abondance de capitaux étrangers (ce qui peut aider leur croissance, mais aussi avoir un effet inflationniste, conduire à une appréciation de leurs taux de change réels et à des déficits de leurs paiements extérieurs), et des périodes de retraits des capitaux étrangers (ce qui peut conduire à des difficultés pour leurs banques, entreprises et Etats), et tout cela pour des raisons totalement extérieures à leurs situations économiques propres. Bien sûr les mouvements de capitaux étrangers sont aussi sensibles à des périodes d'optimisme exagéré des investisseurs du Nord pour le développement de certains pays du Sud, suivies de périodes de pessimisme tout aussi exagéré sur l'évolution de ces pays. Les pays de l'est et du sud-est asiatique ont souffert de ces flux et reflux rapides des capitaux internationaux dans la seconde moitié des années quatre-vingt-dix. C'est à la suite de cette expérience douloureuse que ces pays se sont mis à accumuler des réserves de change très importantes, pour se prémunir des conséquences de brusques retraits des capitaux étrangers.

7. Quelques remarques sur les évolutions récentes des systèmes bancaires et financiers dans le monde

1. De la répression à la libéralisation financière

Les marchés financiers étaient très régulés dans les années 50 et 60. Par exemple, le système de changes fixes était accompagné de contrôles des mouvements de capitaux, qui pouvaient être très stricts à certains moments (par exemple à la fin des années 60 les touristes français et britanniques ne pouvaient dépenser à l'étranger qu'une somme très modique). Les intermédiaires financiers nationaux étaient spécialisés, chacun d'entre eux ne pouvant effectuer que des opérations bien spécifiées. La conséquence de ces régulations était de conduire à une allocation très prudente de l'épargne, et donc de décourager celle-ci ainsi que les projets d'investissement risqués.

Les choses commencèrent à changer avec l'effondrement du système des changes fixes de Bretton Woods en 1971 et l'instauration de changes flexibles entre les grandes zones industrialisées. Ce système permit de libéraliser les mouvements internationaux de capitaux. Cela permit aux fonds de pension, aux compagnies d'assurance, aux entreprises de transférer aisément leurs fonds entre les différents pays. Le nouveau système donna aussi naissance au marché *futures* des devises à Chicago, où les entreprises pouvaient se couvrir contre les risques de change. Cela fut la première grande innovation financière de l'après-guerre. Elle annonça les produits dérivés, de plus en plus sophistiqués, qui sont apparus dans les 35 années qui suivirent. Les *futures*, comme les produits dérivés, permettent de se couvrir contre certains risques. Ils permettent aussi, avec relativement peu d'argent, de s'exposer à un risque très important, et donc de gagner beaucoup d'argent si les choses tournent bien, c'est-à-dire de spéculer.

Les bourses de Londres et de New York fonctionnaient avec un système de *brokers* et *jobbers* qui étaient dans une situation d'oligopole, ce qui leur permettait de percevoir des commissions élevées⁵. Le Big Bang de 1986 à Londres (et une réforme similaire à New York en 1975) libéralisa les transactions dans ces bourses (et notamment supprima la différence entre *brokers* et *jobbers*), ce qui conduisit à une baisse importante des coûts de transaction.

⁵ Les *brokers* ne pouvaient servir que d'intermédiaires et les *jobbers* pouvaient intervenir sur le marché boursier avec leurs ressources propres.

Une séparation tout aussi radicale qui existait aux Etats-Unis, était celle entre banques de dépôts (qui collectaient les dépôts auprès du public et les prêtaient) et banque d'investissement (ou *merchant banks*) qui conseillaient les entreprises sur leurs opérations de fusion ou d'absorption et organisaient les émissions d'actions et d'obligations. En 1999 cette séparation, qui résultait de la loi Glass-Steagall datant de 1933, fut supprimée. Les banques d'investissement purent alors se financer non seulement par émissions de titres, mais aussi en s'associant avec des banques de dépôts. Cette nouvelle activité de conseil, de prêteur aux clients, mais aussi d'investisseur à titre personnel, pouvait poser des problèmes de double loyauté, mais se révéla très lucrative.

La régulation des intermédiaires financiers et des banques tenta de s'adapter à ces évolutions, avec une meilleure coordination internationale. Par exemple les deux accords de Bâle I et II établissent des règles prudentielles pour les banques, valides internationalement⁶. Cependant, la complexité et la diversité croissantes du système financier et des produits qu'il développe rendent extrêmement difficile la conception même de règles prudentielles.

Parallèlement, les pouvoirs publics encouragèrent les innovations financières. Par exemple le développement des crédits hypothécaires, certes augmentait le risques, mais aussi permettait à davantage de personnes d'accéder à la propriété. Les hommes politiques furent séduits pour des raisons sociales par cette possibilité, sous-estimèrent les risques de prêts immobiliers importants à des personnes ayant des revenus et patrimoines faibles et incertains, et prirent diverses mesures législatives et réglementaires pour accroître ces prêts.

2. Innovations financières et nouveaux acteurs

La finance mathématique permit de développer de nouveaux produits financiers permettant une allocation beaucoup plus sophistiquée des risques. La théorie des options fut développée au début des années 70 et ce produit commença à être vendu à Chicago en 1973. La rentabilité d'un titre financier classique est *ex ante* grossièrement symétrique : le prix d'une action peut augmenter ou

⁶ Basel I, that is, the 1988 Basel Accord, primarily focused on [credit risk](#). Assets of banks were classified and grouped in five categories according to credit risk, carrying risk weights of zero (for example home country [sovereign debt](#)), ten, twenty, fifty, and up to one hundred percent (this category has, as an example, most corporate debt). Banks with international presence are required to hold capital equal to 8 % of the risk-weighted assets. *Capital signifie fonds propres en français qui figurent au passif du bilan à côté des dépôts des épargnants*

baisser. Si vous détenez une option de vente vous avez le droit de vendre une action à un prix d'exercice fixé dans l'option, au cours d'une certaine période de temps. Vous exercerez cette option si le cours de l'action passe en dessous du prix d'exercice. Ainsi, si vous détenez par ailleurs cette action, vous ne souffrirez pas d'une perte importante si le cours de l'action baisse significativement. Beaucoup d'autres innovations ont suivi, par exemple les *swaps* de change ou d'intérêt. Ces produits permettent par exemple d'emprunter aux Etats-Unis, mais d'être couvert contre le risque de change euro-dollar. Les CDS (*credit-default swap*) permettent de diviser l'obligation d'une entreprise en deux produits différents, l'un qui subit le risque d'un mouvement des taux d'intérêts et l'autre qui subit le risque d'un défaut de l'entreprise. Un avantage des *swaps* est que les opérations d'échanges n'apparaissent pas dans le bilan des intermédiaires financiers, mais hors bilan. Cela leur permet d'échapper aux ratios prudentiels et de dissimuler leur degré d'exposition au risque.

Ces nouveaux produits financiers furent principalement développés par les *hedge funds*. Ces fonds diffèrent des *mutual funds* (SICAV en France) en ne s'adressant pas directement aux épargnants ordinaires, mais plutôt en développant de nouveaux produits financiers qui peuvent être souscrits par les fonds de pension, les *mutual funds*, les banques, les entreprises, les compagnies d'assurance, les personnes très fortunées, etc. Cette restriction permet aux *hedge funds* d'être beaucoup moins contrôlés par les régulateurs, de pouvoir diffuser beaucoup moins d'informations sur leurs activités et de s'engager dans des opérations financières plus risquées (*short selling* auxquels n'ont pas accès les *mutual funds*). Les *hedge funds* effectuent aussi des opérations d'arbitrage complexes entre actifs financiers, et financent ces opérations en recourant notamment au crédit bancaire.

La titrisation date aussi des années 70. Elle consiste à rassembler un ensemble de crédits dans un titre financier unique, qui est vendu sur le marché financier. Cela commença avec les crédits hypothécaires : les intérêts perçus chaque mois auprès des emprunteurs étaient collectés par la banque et versés aux détenteurs de ces nouveaux titres. Ces titres ont l'avantage d'être négociables, et représentant un grand nombre de crédits, d'être peu risqués par un effet de diversification.

Réfléchissons cependant un peu plus sur ces nouveaux titres. Supposons qu'un intermédiaire financier construise un titre représentant un assortiment de prêts et titres à taux d'intérêt fixes, qui sont chacun soumis à un risque de défaut des débiteurs. Ces risques de défaut dépendent de l'endettement des débiteurs. Ainsi, plus cet endettement est élevé, plus le titre nouveau est risqué, mais aussi plus son espérance de gain est élevée. Les *collateralized debt obligations* (CDO) vont plus

loin en divisant le précédent titre en une série de titres qui sont soumis à des parts différentes des risques de défauts : certains y échappent presque totalement et d'autres en supportent une grande partie. Les ratios prudentiels qui sont imposés à un intermédiaire financier ont pour but de limiter l'effet de levier qu'utilise cet intermédiaire : emprunter à un taux d'intérêt certain et placer cet argent à un taux de rendement aléatoire mais attractif. Or, les CDOs, surtout ceux qui prennent la plus grande part du risque, permettent d'utiliser l'effet de levier d'une façon discrète à l'égard des régulateurs. En effet, la « dette implicite » dans les CDOs n'apparaît pas au bilan des banques et celle-ci peuvent être « endettées » beaucoup plus que ce qui apparaît à leurs bilans.

La titrisation permet aussi aux banques commerciales de disposer de davantage de fonds que leurs dépôts. Elle permet aussi aux banques de faire figurer leurs opérations de crédits en dehors du bilan.

Un problème de ces titres est qu'ils rompent la relation directe entre le créancier et l'emprunteur. La banque qui accorde un crédit peut être moins regardante, puisqu'elle n'assumera pas le risque de défaillance du débiteur. Il y a aussi des risques plus techniques dans des opérations de titrisation impliquant plusieurs intermédiaires financiers. Des *hedge funds* avaient déposé auprès de *Lehman Brothers* certains de leurs actifs comme collatéraux dans des crédits que leur accordait cette banque. Mais la banque a utilisé ces collatéraux pour obtenir des crédits pour elle-même, une pratique qui semble courante chez les *brokers*. Quand *Lehman Brothers* a fait faillite, il est apparu que les *hedge funds* ne pouvaient pas récupérer facilement leurs collatéraux.

Les titres qui s'échangeaient sur le marché boursier recevaient une note évaluant sa qualité, de l'une des deux grandes agences de *rating Standard & Poor's* et *Moody's*. Ces notes semblent avoir été données avec beaucoup de générosité. Mais cela n'aurait dû surprendre personne : ces agences étaient rémunérées par les institutions émettant ces titres, ce qui créait un biais en faveur des émetteurs et en défaveur des acheteurs.

Les ménages ont pu emprunter plus aisément que jadis, parfois comme aux Etats-Unis très aisément. Cela conduisit à une bulle immobilière et à la crise du *subprime*. Mais les crédits exagérés concernaient aussi de simples dépenses de consommation.

La diversification des portefeuilles a conduit à des stratégies d'investissement utilisant de nouveaux produits dont les performances sont en temps normal peu corrélées avec celles des Bourses des

pays industrialisés, les *alternative assets*. Ceux-ci peuvent être des titres de dette de pays émergents, des titres de propriété foncières, des contrats sur des matières premières, des parts d'entreprises non cotées en bourse, etc. Beaucoup de ces actifs sont sur des marchés étroits et relativement illiquides, ce qui implique que quand cette stratégie se généralise, elle devient très risquée.