

## La globalisation financière

Michel Aglietta\*



p. 52-67

Depuis un quart de siècle, le capitalisme a beaucoup changé dans les pays développés. La finance a été un vecteur décisif de ces changements depuis la disparition du système de Bretton Woods et la grande inflation des années soixante-dix.

La globalisation financière est le nom donné à des transformations qui ont affecté les principes de fonctionnement de la finance. Ce sont des transformations très profondes qui associent étroitement la libéralisation des systèmes financiers nationaux et l'intégration internationale.

Ce nouveau régime de la finance est profondément ancré dans les structures économiques contemporaines. Si l'instabilité qui lui est consubstantielle ne provoque pas de catastrophe globale, il est là pour durer. Car les forces déterminantes qui lui ont donné naissance sont enracinées dans des évolutions socio-démographiques à longue portée. Ces évolutions font apparaître dans les pays développés un capitalisme patrimonial dans lequel une partie grandissante des salariés devient actionnaire des entreprises par la médiation des investisseurs institutionnels. L'influence prépondérante de ces acteurs financiers imprime sa marque sur la concurrence dans la finance, sur l'allocation des capitaux et sur les comportements des entreprises. Ces effets micro-économiques ont des répercussions macro-économiques. La globalisation financière agit sur les conditions de la croissance des économies. Elle s'accompagne aussi d'une instabilité endémique qui nourrit des crises financières récurrentes. Ces crises accompagnent l'extension de la libéralisation financière dans les pays en développement.

### **Finance de marché et capitalisme patrimonial**

La globalisation financière est une transformation des systèmes financiers qui est intimement liée au changement de régime de croissance dans les pays de capitalisme avancé. Elle a fait prévaloir les principes de la finance de marché, une nouvelle logique financière par rapport à celle qui existait lorsque le financement de la croissance était

---

\* Michel Aglietta est professeur à l'université de Paris-X-Nanterre et conseiller scientifique au CEPII.

assuré de façon prépondérante par le système bancaire. Les investisseurs institutionnels sont les acteurs dominants de cette nouvelle finance.

### *La transformation des systèmes financiers*

Au cours des années soixante-dix, les pressions sur le dollar, les chocs pétroliers, la montée inégale de l'inflation dans les pays de l'OCDE se sont conjugués pour transformer le système monétaire international. On est passé d'un système régulé par les gouvernements sous le contrôle des mouvements de capitaux à un système mû par les marchés qui a libéré les flux internationaux de capitaux. Sous les règles de Bretton Woods, les contraintes de balances courantes étaient strictes, car les déficits étaient financés par les réserves officielles de change sous condition de changes fixes. Dans le système actuel, où les déficits sont financés par le crédit international des banques et des marchés de titres, les contraintes passent par les jugements des investisseurs financiers sur la soutenabilité des dettes extérieures.

Les mécanismes financiers de plus en plus sophistiqués qui véhiculent les flux de capitaux tissent l'intégration financière de plus en plus serrée de l'économie mondiale. Mais la diversification des instruments de placement et d'emprunt, l'apparition de marchés dérivés sont des processus qui ont leur source dans la mutation des systèmes financiers nationaux. Le changement de régime monétaire a été le principal facteur déclenchant de ces processus. On a connu une accélération suivie d'une décélération de l'inflation qui ont été de grande ampleur. Ce renversement a entraîné une très forte augmentation des taux d'intérêt réels. Cependant, du fait de l'inertie des anticipations, les taux réels anticipés, après avoir dépassé les taux réalisés dans la vague montante de l'inflation, se sont trouvés en dessous des taux réalisés dans la vague descendante. On est donc passé d'un régime monétaire favorable aux débiteurs à un régime favorable aux créanciers. La nature des risques dominants a été inversée : dévalorisation des patrimoines financiers non parfaitement indexés dans le premier cas, dégradation de la qualité des dettes dans le second. La recherche d'une protection contre le risque principal a déterminé les formes de l'innovation financière : instruments de protection de la valeur des patrimoines privés dans le régime des débiteurs ; instruments de diminution du coût des dettes et de transfert des risques dans le régime des créanciers.

Lorsque la politique monétaire est devenue désinflationniste, les gouvernements ont cherché des moyens non monétaires de financement, tandis que les déficits augmentaient rapidement avec les coûts croissants de la protection sociale et du service de la dette. Ils se sont tournés vers la promotion de titres publics attractifs pour les épargnants. Les marchés de titres publics sont devenus les socles des marchés de capitaux : taux d'intérêt directeurs dans la formation des prix d'actifs, placement de référence dans les structures de portefeuilles diversifiés, avoirs refuge dans les épisodes de détérioration de la confiance.

Se greffant sur ces changements macro-économiques, une évolution structurelle à longue portée a modifié la nature des actifs financiers recherchés par les agents non financiers. À partir des années quatre-vingt, c'est incontestablement le comportement des ménages dans l'environnement des taux d'intérêt de marché élevés qui a été le moteur de la libéralisation financière. Le vieillissement de la population augmente le poids des

classes d'âge dont le profil intertemporel de consommation induit une demande d'accumulation de richesse financière. Au cours des quinze dernières années, le ratio de la richesse financière au revenu s'est accru systématiquement. Il est particulièrement élevé aux États-Unis où il atteint en moyenne, sur les années 1993-1997, 3,1 années de revenu disponible ; en France ou en Allemagne, ce ratio est d'environ 1,8. Comme les taux d'épargne n'ont pas progressé tendanciellement, voire ont régressé au cours de ces quinze années, c'est grâce à l'augmentation des prix réels des actifs qui composent la richesse que celle-ci a évolué plus vite que le revenu. La rémunération élevée de l'épargne sous la forme de gains en capital est une caractéristique déterminante du capitalisme patrimonial contemporain.

### *Une nouvelle logique financière*

Les facteurs analysés ci-dessus ont transformé la conception de la finance de fond en comble dans ses structures, ses comportements, ses régulations. Les investisseurs institutionnels (fonds de pension ou fonds communs de placement) sont devenus les agents financiers qui jouent le rôle le plus important dans l'allocation du capital.

Le problème central de la finance qui gouverne l'allocation du capital est de résoudre la tension entre le besoin de liquidité des épargnants et les immobilisations de capital nécessaires pour créer de la valeur.

Les banques résolvent cette tension par la transformation des dépôts liquides en crédits qu'elles conservent au bilan jusqu'à l'échéance. à l'époque de la croissance forte, cette médiation bancaire a favorisé les emprunteurs, mais aussi l'économie globale, en finançant des taux d'investissement élevés grâce à un coût du capital bas et stable. L'épargne était emprisonnée dans une rémunération modique. En contrepartie elle disposait d'une grande sécurité parce que les gouvernements, qui avaient pris la mesure de la bancarisation rapide de la population, étaient bien décidés à empêcher les faillites bancaires. En outre, les ménages pouvaient bénéficier de conditions avantageuses en tant qu'emprunteurs pour acquérir leurs logements. Dans ces systèmes bancaires soutenus par la puissance publique, les accidents financiers étaient rares et isolés. Le risque collectif était pris en charge par l'état. Le risque de crédit individuel était géré par les banques par la surveillance individuelle des emprunteurs dans le cadre de la relation continue de clientèle. Le risque de marché était quasi inexistant dans les pays où les marchés financiers ne jouaient qu'un rôle périphérique, dans le financement de la dette publique exclusivement. La politique monétaire visait la stabilité des taux d'intérêt, ce qui évitait la volatilité des prix de marché. Quant aux crédits privés, ils étaient évalués à des valeurs comptables conventionnelles qui n'étaient modifiées que si les prêts devenaient non performants au cours de leur exécution.

Dans la finance de marché, la tension entre immobilisation et liquidité est médiatisée par les marchés secondaires des titres de créances. Ces marchés sont organisés, lorsqu'ils fonctionnent normalement, pour rendre liquide la détention des droits sur les actifs immobilisés. La liquidité est entretenue par la profondeur des marchés de capitaux et par la diversification des portefeuilles des investisseurs institutionnels qui sont les gros apporteurs de fonds liquides sur les marchés où ils achètent des titres. Cependant, la liquidité, dans ce cas, est fort différente de celle des dépôts bancaires qui est tenue

pour totale et permanente car les dépôts sont assurés et les banques ont accès à la source ultime de liquidité hors marché : les avances de la banque centrale. En revanche, les marchés secondaires des actifs financiers ne peuvent pas être totalement liquides puisque les titres de créances financent du capital qui est immobilisé. Tout le monde ne peut pas se retirer en même temps du marché. La liquidité est donc relative à l'équilibre qui s'établit entre acheteurs et vendeurs. Elle est d'autant plus grande que la demande de conversion des titres en monnaie fait moins varier le prix de marché. Mais il existe toujours un risque de perte en capital qui oblige les participants aux marchés d'actifs à spéculer constamment sur l'évolution future du prix de marché, laquelle dépend du comportement des autres opérateurs. La spéculation, qui est donc une nécessité du fonctionnement des marchés financiers, est mue par le sentiment majoritaire du marché, lequel peut être très versatile.

En élargissant la gamme des placements offerts aux épargnants, en diffusant une information permanente sur les prix et les rendements, en multipliant les institutions financières en concurrence pour offrir les meilleures conditions à l'épargne, la finance de marché a rendu les relations entre créanciers et débiteurs plus stratégiques et plus dépendantes des variations fluctuantes des taux d'intérêt. De manière générale, la libéralisation financière accomplie dans le contexte de la désinflation a considérablement élevé les rendements de l'épargne. Pour atteindre ces rendements les investisseurs institutionnels se sont tournés vers les placements en actions. De 1995 à 1998, le rendement moyen des placements en actions sur l'indice Standard et Poor's 500 aux États-Unis a dépassé 20 % (taux de dividende augmenté de l'appréciation des cours boursiers), alors que le rendement économique net du capital productif de l'ensemble des sociétés privées non financières était d'environ 12 % et le taux d'intérêt à long terme de 6 %. En retour, la pression pour obtenir une valeur actionnariale élevée a contraint les entreprises à des restructurations économiques très importantes. Sur le plan financier, cette pression les a conduites à recourir systématiquement à l'endettement pour élever les rendements de leurs fonds propres grâce à l'effet de levier. Il en est résulté une sous-capitalisation de leurs bilans.

C'est pourquoi la recherche d'une rémunération de l'épargne gérée par les investisseurs institutionnels qui est systématiquement plus élevée que la rentabilité économique du capital immobilisé provoque une fragilité financière endémique. La demande d'actions soutenue de la part des investisseurs institutionnels valide les anticipations de hausse des cours. Mais, la pression concurrentielle des gestionnaires de fonds entraîne une composante spéculative dans la formation du prix des actions. Ainsi, la fragilité financière est-elle essentiellement un processus produit par la dynamique des marchés.

### **Globalisation financière et croissance dans les pays développés**

Dans le capitalisme patrimonial contemporain, la finance donne son impulsion à l'économie réelle, alors que dans le régime de croissance des trente glorieuses, la finance était au service de l'accumulation du capital. Parce que les marchés financiers sont mus par des vagues successives d'optimisme et de pessimisme (le sentiment du marché), il existe des facteurs d'instabilité qui provoquent des fluctuations cycliques potentiellement plus accusées que dans le régime de croissance précédent. La politique

monétaire joue un rôle majeur pour stabiliser la finance et amortir les épisodes de crises auxquels elle est vulnérable. Cette politique, bien établie aux États-Unis et à laquelle l'Europe devra s'adapter, a des objectifs et des méthodes très différents de ceux du monétarisme qui avait cours dans la finance dominée par les banques, où l'inflation était le mode d'expression des déséquilibres macro-économiques.

### *Une dynamique cyclique*

La finance de marché, tournée vers l'appréciation des prix d'actifs, stimule des forces procycliques dans la formation de la demande globale. En revanche, l'exigence de rendement financier exerce une pression sur l'offre globale qui la rend plus flexible. Il s'ensuit que l'inflation, conventionnellement mesurée par l'augmentation de l'indice des prix à la consommation, ne se manifeste que d'une manière très atténuée et retardée dans le cycle conjoncturel.

La logique financière agit sur les deux composantes de la demande privée, la consommation et l'investissement.

Du côté des ménages, dans la phase montante du prix des actifs financiers, la richesse s'accroît relativement au revenu disponible. Les ménages peuvent réaliser leur objectif patrimonial en épargnant moins, voire obtenir des plus-values d'aubaine si les prix des actifs augmentent plus vite qu'ils ne l'avaient anticipé. Ils peuvent aussi s'endetter contre la garantie de leur enrichissement financier pour accroître leur consommation et réaliser des plus-values pour des dépenses exceptionnelles. La demande globale, lorsqu'elle est tirée par la consommation qui en est la composante principale, est procyclique (elle amplifie le cycle économique). En effet, le dynamisme de la consommation permet aux entreprises de réaliser les profits qui soutiennent la hausse des prix d'actifs. En retour, la hausse de ceux-ci accentue la pression de la demande au lieu de la freiner, le contraire de ce que faisait l'inflation des biens dans l'ancien régime de croissance.

Du côté des entreprises, la norme de rendement des fonds propres, comme contrainte prioritaire à respecter dans le capitalisme patrimonial, provoque une économie de capital productif dans le long terme et rend l'investissement des entreprises très cyclique.

L'ancien régime de croissance favorisait les rendements d'échelle dans la production industrielle. L'augmentation de la productivité du travail s'accompagnait d'un alourdissement de l'intensité capitalistique, qui se traduisait par une hausse du rapport du capital à la valeur ajoutée produite par les sociétés privées non financières. Dans le nouveau régime de croissance, la pression des investisseurs institutionnels pour améliorer le rendement du capital a entraîné un arrêt de l'augmentation puis une légère baisse du ratio capital/produit en Europe, une baisse très sensible (environ 40 %) depuis le début des années quatre-vingt aux États-Unis, accompagnée d'une faible augmentation de la productivité du travail.

L'économie de capital est venue de la restructuration des entreprises qui ont subi à la fois une concurrence plus dure sur les marchés des produits, une exigence de rendement

des fonds propres plus grande et un coût du capital fortement accru. Elles ont cherché leur salut dans les technologies de l'information pour réduire les coûts de nombreuses fonctions de l'entreprise liées à la production. Elles ont ainsi stimulé l'essor des services qu'elles achètent, en même temps que la demande des consommateurs développait l'innovation de produits dans les services aux ménages. La nouvelle économie de service est moins consommatrice en capital, a des cycles de produits plus courts et s'adapte plus vite aux changements dans la structure de la demande. L'impact macro-économique de ces changements de structure micro-économiques est une élasticité plus grande de l'offre globale aux variations de la demande globale. Il en résulte une absorption des tensions inflationnistes liées aux goulots d'étranglement sur les capacités de production.

Lorsque l'offre et la demande globales évoluent de pair avec l'euphorie boursière, l'expansion peut se prolonger parce qu'elle ne rencontre pas de barrière inflationniste au sens usuel. Les déséquilibres s'accumulent dans la finance sans tension inflationniste apparente sur les marchés des biens. Le mécanisme déséquilibrant, à forte incidence cyclique, est la fragilité financière, comme l'a bien montré la récession induite par la crise immobilière au début des années quatre-vingt-dix. La hausse des prix des actifs, servant de collatéral au crédit, est elle-même un facteur de désordre financier, même si les excès de la demande globale sont amortis par l'élasticité de l'offre globale. Les leviers d'endettement qui soutiennent toute la logique financière du capitalisme patrimonial créent des besoins potentiels de liquidité qui peuvent se réaliser au moindre retournement de la confiance, quelle qu'en soit la cause. La preuve en a été administrée en septembre-octobre 1998. Le contre-coup de la faillite russe a été une ruée sur la liquidité qui s'est manifestée sur tous les marchés des dettes privées. La banque centrale doit alors être d'une vigilance extrême, comme l'a été la Réserve fédérale des États-Unis, pour préserver la stabilité de la structure des dettes, donc pour répondre au besoin de liquidité quel qu'en soit le montant.

### *Une régulation macro-économique par la monnaie*

S'il est vrai que les indicateurs avancés de tension dans les fluctuations de la croissance s'inscrivent dans la finance, le sentiment du marché devient une caractéristique qui s'impose aux responsables de la politique économique. L'envahissement de l'information financière dans les médias illustre à quel point les taux d'intérêt obligataires et les cours boursiers sont devenus des juges sourcilleux de la politique économique. Mais leur jugement est difficile à interpréter et le dialogue avec eux est particulièrement délicat. Car le libéralisme dont se nourrit la globalisation financière croit à l'efficacité des ajustements macro-économiques sous l'aiguillon de la concurrence dans tous les marchés. Mais, comme on l'a vu plus haut, ces ajustements ne fonctionnent que si la demande agrégée soutient un niveau d'activité qui valide les anticipations des agents privés. Deux exemples tirés de l'expérience américaine aident à comprendre les dilemmes rencontrés dans la conduite de l'économie aux frontières du plein-emploi.

Le premier exemple est l'euphorie boursière qui inquiète le président de la Réserve fédérale, Alan Greenspan, depuis l'automne 1996. S'agit-il d'une bulle spéculative qui emporte les anticipations de la croissance future des profits vers des promesses

insoutenables, donc annonçant une récession à venir ? S'agit-il, au contraire, d'une visée prospective qui perçoit une vague exceptionnelle d'innovations porteuses de nouveaux marchés entraînant une croissance plus rapide que dans les deux décennies précédentes ? Dans cet exemple, si la première interprétation est vraie, la banque centrale doit agir sans tarder, mais avec doigté, pour modérer les anticipations de manière à engager l'inévitable ralentissement sans provoquer de franche récession. Mais si la bourse annonce « un nouvel âge économique », une action préventive contre un excès d'optimisme pourrait faire accuser la banque centrale de freiner indûment le dynamisme du secteur privé.

Le deuxième exemple est celui du krach des marchés obligataires en 1994. à la fin de 1993, la reprise de l'économie américaine après la récession de 1990-1991 était solide. Les finances publiques s'amélioraient rapidement et les profits augmentaient, de sorte que les marchés obligataires anticipaient la poursuite d'une baisse des taux d'intérêt fin 1993. Des positions spéculatives très importantes à la baisse des taux avaient été prises par les investisseurs institutionnels. Pourtant, au début de 1994, la banque centrale avait diagnostiqué l'amorce d'une demande intérieure augmentant trop vite par rapport à ce qu'elle croyait être les capacités de l'offre. La politique monétaire fut resserrée quelque peu en février 1994, prenant les marchés à contre-pied. Cela déclencha une panique sur les marchés obligataires provoquée par les ventes massives des investisseurs qui cherchaient à fermer précipitamment leurs positions. Les taux d'intérêt obligataires montèrent à l'unisson aux États-Unis et en Europe, d'une amplitude sans commune mesure avec l'intention initiale de la politique monétaire.

Ces exemples montrent que, dans l'univers des marchés financiers, la politique monétaire est moins instrumentale ou normative qu'elle n'est communicationnelle. Car elle doit prendre en compte la réflexivité des marchés financiers. La banque centrale tient compte de l'opinion des marchés. Mais ceux-ci n'émettent pas de jugements indépendants sur l'économie. Ils cherchent à anticiper les actions futures de la banque centrale. Ce jeu stratégique est bien plus compliqué qu'un contrôle optimal, c'est-à-dire le guidage dynamique d'un système mécanique vers une cible prédéterminée. Il y a un double piège de suractivisme et d'inertie.

Pour sortir de l'indétermination qui résulterait de son jeu de miroirs avec les marchés, car dans un système de monnaie fiduciaire toute anticipation d'inflation peut être validée, la banque centrale annonce, sous des formes différentes selon les pays, un ancrage nominal à moyen terme. C'est explicitement ou implicitement une cible d'inflation. On doit la comprendre comme un point focal fourni aux marchés financiers. Il vaut non pas par la seule vertu de son affichage, mais par le cadre institutionnel, prévisible et vérifiable, dans lequel la banque centrale déploie son action de contrôle monétaire.

L'ancrage nominal au sein d'un système financier libéralisé n'est en aucun cas une règle monétaire automatique. C'est un cadre institutionnel qui codifie la communication de la banque centrale, de manière que ses intentions et ses choix qui guident ses réactions aux fluctuations et aux chocs de toutes sortes, ne soient pas interprétés comme une transgression de ses principes. La transparence dans la communication à l'intérieur d'une procédure codifiée pour préserver la flexibilité de la tactique est la ligne de

conduite des banques centrales contemporaines. Dans ce cadre, la stabilité des systèmes financiers est une préoccupation qui fait partie de la politique monétaire.

### **Libéralisation financière dans les pays en développement**

Depuis le début des années quatre-vingt-dix, la libéralisation financière a largement débordé les frontières des pays développés. L'ouverture aux entrées de capitaux a été un puissant incitant à réformer les systèmes financiers des pays en développement. Ceux qui se sont engagés dans cette voie ont eu droit à la nouvelle appellation de marchés émergents décernée par les institutions internationales. Les conditions précipitées et brutales dans lesquelles s'est effectuée sans précaution la libéralisation financière ont déclenché une crise, qui a porté un coup d'arrêt temporaire à la montée en puissance de ces pays et qui devrait inciter à réévaluer les voies et moyens de l'intégration internationale.

#### *Les raisons de l'ouverture financière*

À la fin des années soixante-dix, l'Argentine et le Chili avaient fait une tentative avortée et ruineuse de libéralisation financière. Hormis ces cas isolés, l'endettement international des pays en développement suite aux chocs pétroliers avait été le fait des états ou d'agents garantis par les états. Cette dette souveraine a subi une crise de solvabilité à partir de 1982. Elle fut gérée par rééchelonnement dans le cadre des plans de redressement mis au point avec le concours du FMI. Celui-ci établit une doctrine macro-économique uniforme pour satisfaire le service de la dette. Le transfert des devises aux créanciers devait être réalisé par la combinaison de taux de change réels compétitifs et d'une gestion rigoureuse des finances publiques pour obtenir des balances courantes excédentaires. Mais cette doctrine rencontra des difficultés d'application considérables. La dépréciation du taux de change favorisait les rentes dans les secteurs protégés de l'économie. Elle entretenait l'inflation qui était amplifiée par les conflits de répartition exacerbés par la rigueur budgétaire. La spirale de la dévaluation et de l'inflation entraînait les pays dans des programmes successifs et toujours aussi peu convaincants de stabilisation. La croissance était étouffée et le poids de la dette extérieure continuait à s'alourdir.

Un changement de point de vue fut amorcé sous impulsion américaine de 1985 à 1988 avec le plan Baker puis avec le programme Brady de réduction de dettes, par la conversion de dette bancaire en actions et en obligations. L'objectif était de permettre le retour des pays débiteurs sur un marché international des capitaux élargi à de nouveaux investisseurs pour financer une croissance non inflationniste. Vers la fin de la décennie des expériences d'ancrage nominal du change furent tentées au Mexique et surtout en Argentine pour éradiquer l'inflation. Le succès de ces expériences, au moment de la récession américaine consécutive au retournement du marché immobilier et aux difficultés bancaires, fut le point de départ d'une transformation de la doctrine prônée par le FMI avec la bénédiction du G7.

La libéralisation financière a été recommandée pour être le fer de lance de changements structurels qui étaient censés améliorer la rentabilité du capital dans des pays à fort potentiel de croissance industrielle. L'ancrage nominal du taux de change sur

le dollar a remplacé les taux de change flexibles pour encourager la mobilité des capitaux en réduisant les risques de change. Les capacités d'endettement des pays devaient en être accrues. Des instruments de dettes sous forme de titres financiers devaient être créés dans des pays où les marchés financiers locaux étaient rudimentaires. L'épargne interne allait donc bénéficier d'une concurrence plus grande des emprunteurs, donc d'une rémunération améliorée. Cela devait entraîner une plus grande efficacité dans l'allocation des capitaux. Enfin, la libéralisation faisait envisager la balance des paiements d'une manière inversée. Au lieu de chercher des excédents courants par le haut de la balance, on espérait des entrées de capitaux par le bas. Un déficit de la balance courante allait en résulter. Mais il était censé ne pas exprimer de déséquilibres, puisqu'il découlait d'un équilibre épargne-investissement à l'échelle mondiale, où la plus haute rentabilité des pays émergents attirait naturellement les prêts et les placements des institutions financières des pays développés.

À partir de 1991, l'application de cette doctrine a déclenché des entrées de capitaux au-delà de toute espérance. Les réserves de change s'accumulèrent, rendant les économies très liquides et déclenchant des vagues d'euphorie dans les pays bénéficiaires. L'équilibre épargne-investissement intérieur se conforma à des modèles contrastés en Amérique latine (hors Chili qui avait maintenu des contrôles stricts de capitaux) et en Asie.

En Amérique latine, les entrées de capitaux se sont substituées à une épargne intérieure qui s'est effondrée dans le secteur privé. Elles ont donc financé la consommation des classes sociales aisées. Le Mexique a été le cas d'école avec une appréciation excessive du taux de change réel de 20 % entre 1989 et 1994 et un déficit courant creusé à 8 % du PIB en 1994.

En Asie, les apports de capitaux étrangers ont été complémentaires de l'épargne interne qui est demeurée très élevée. L'abondance du crédit a permis de soutenir des rythmes de croissance très forts avec un excès d'investissement débordant dans les surcapacités industrielles (Corée) ou dans le déchaînement de la spéculation immobilière (Thaïlande, Malaisie).

Bien que les conditions macro-économiques aient été différentes, le facteur décisif de l'instabilité déclenchée par la libéralisation financière fut dans tous les cas la fragilité des banques endettées en dollars et créditrices en monnaies locales. Les banques ont cumulé les risques de crédit, d'échéance et de change. La fragilité bancaire a accru la vulnérabilité à des entrées de capitaux de plus en plus spéculatives et a restreint les moyens de la politique monétaire pour lutter contre la spéculation.

### *Les crises financières*

Les crises financières induites par la libéralisation dans les pays en développement ont été nombreuses. La première a éclaté au Mexique fin 1994 et concernait au premier chef la dette publique à court terme. Ensuite, la crise des pays d'Asie émergents a débuté en Thaïlande en juillet 1997 et atteint son paroxysme dans l'ensemble de la région de la mi-octobre à la fin décembre de la même année. Elle a eu des répercussions étendues à l'ensemble des pays émergents et en transition qui s'étaient engagés dans la

libéralisation financière. Son origine était l'excès d'endettement des agents privés. Mais l'instabilité a fait retour sur des pays dont la dette publique a été jugée insoutenable par des opinions financières rendues très pessimistes et très nerveuses. Ce furent la Russie en août 1998 et le Brésil à plusieurs reprises jusqu'en janvier 1999.

Toutes ces crises ont en commun la combinaison d'un endettement international en devises étrangères, croissant d'autant plus vite que les capitaux étaient attirés par des rendements plus élevés que dans les pays d'origine des prêteurs, et de régimes de change rigides que les investisseurs étrangers tenaient pour solides. Les banques locales ont été les maillons faibles de cette intégration financière par l'endettement. S'endettant en devises à court terme et finançant en monnaies locales selon les cas des opérations spéculatives, des dettes publiques dangereusement alourdies, des investissements industriels à la rentabilité douteuse, elles ont cumulé les risques.

Ainsi, la fuite en avant dans la libéralisation financière, sans mise en place d'une réglementation pour diversifier les risques et imposer des provisions minimales en capital, mais aussi sans supervision bancaire digne de ce nom, a été le terrain propice au mûrissement des crises. Le défaut de contrôle public sur le système financier a, en effet, permis la sous-évaluation des risques et le surendettement pratiqués par des banques qui n'avaient aucune expérience de la gestion décentralisée du risque dans des marchés financiers concurrentiels.

Ces défaillances dans les pays importateurs des capitaux internationaux ont été soulignées à satiété. Elles ont indubitablement leur part de vérité. Mais l'insistance unilatérale à les considérer comme la seule cause des crises financières est partielle et dangereuse. Car elle dédouane la responsabilité des prêteurs et des investisseurs des pays développés. Surtout elle fait croire que ces crises ne sont que les effets de la maladresse des gouvernements et des institutions financières internationales. Un peu plus d'expérience, de transparence et l'apprentissage du risque devraient promouvoir une globalisation financière autorégulatrice, capable de discipliner les comportements imprudents. L'efficacité des marchés s'imposerait au bénéfice de tous les acteurs d'une économie mondiale à la fois dynamique et stable.

Cette idéologie complaisante de la libéralisation financière est démentie par l'histoire. Les crises financières ont été récurrentes depuis que des titres financiers représentent des espoirs de profit. Partout et toujours des engouements collectifs ont emporté des prix d'actifs à des hauteurs vertigineuses pour être suivis d'effondrements non moins spectaculaires. Partout et toujours les vagues montantes d'achats ont été rationalisées par ceux qui y participaient, avant que les ventes de panique ne soient dénoncées avec véhémence comme des événements irrationnels.

Au-delà des contextes singuliers de chaque crise, la raison ultime de leur répétition se trouve dans la logique de la finance de marché définie plus haut. La liquidité des marchés est un imaginaire collectif des participants, pas une réalité objective. Elle se détériore brutalement dès qu'un doute existe sur l'opinion commune qui prévalait jusque-là. Lorsqu'elle est soumise à un test de réalité, chacun voulant la tester parce qu'il pense que les autres vont le faire, la liquidité s'évapore. Une discontinuité des prix se

produit sous la pression des ventes à sens unique, lorsqu'aucun agent extérieur au marché ne se porte contrepartie.

C'est ce qui est arrivé en Asie sur les marchés des changes. Loin d'être la fluctuation d'un équilibre qui garantirait la continuité des mouvements du prix, la crise est la rupture discontinue d'un équilibre, en l'espèce l'ancrage nominal des monnaies asiatiques sur le dollar. La possibilité d'équilibres multiples résultant du paradoxe de la liquidité est la précondition des crises financières. C'est pourquoi les crises provoquent des changements dont la soudaineté et l'amplitude sont sans commune mesure avec la variation préalable des grandeurs macro-économiques dites « fondamentales ».

Les crises financières ont un autre aspect déroutant : la contagion. Lorsque la liquidité fait défaut dans un marché important, entraînant le plongeon du prix de l'actif qui ne peut plus être vendu sans perte sévère, les besoins de liquidité s'accroissent pour financer les pertes en même temps que les contreparties se tarissent. Les opérateurs doivent donc se reporter sur d'autres marchés où la liquidité est testée collectivement avec les mêmes effets. Il peut se produire une méfiance généralisée sur un ensemble de marchés, créant des chutes de prix statistiquement corrélées, jusqu'à ce que la soif de sécurité des investisseurs les conduise vers des marchés suffisamment profonds, parce que soutenus par un prêteur en dernier ressort. C'est pourquoi on assiste toujours à une fuite vers la qualité qui réduit sensiblement la diversité des portefeuilles pendant les crises et encore quelque temps après, lorsque les investisseurs restent méfiants vis-à-vis des nouvelles opportunités de profit.

La plupart des crises financières ont une dimension internationale parce que la finance tend à se globaliser sous l'impulsion de la recherche du profit, alors que les monnaies sont segmentées par les souverainetés multiples. Cette disparité empêche d'instituer un prêteur en dernier ressort international centralisé, comme cela a lieu au sein des nations à économies développées. On doit s'en remettre à des coopérations contingentes ad hoc entre banques centrales qui sont loin de fonctionner de manière satisfaisante. Aussi, les crises financières ont-elles de beaux jours devant elles.

## **Bibliographie**

AGLIETTA M., *Macroéconomie financière*, 2<sup>e</sup> éd, La Découverte, 1998.

BERNANKE A., LAUBACH T., MISHKIN F. et POSEN A., *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, 1999.

CARTAPANIS A. (éd.), *Turbulences et spéculations*, economica, 1996.

DAVIS E.P., *Pension Funds, Retirement-Income Security and Capital Markets, an International Perspective*, Oxford University Press, 1995.

GOODHART C., *The Central Bank and the Financial System*, MIT Press, Cambridge M.A., 1995.

KINDLEBERGER C.P., *Manias, Panics and Crashes*, 2<sup>e</sup> ed, Mac Millan, 1989.

LORDON F., *Les Quadratures de la politique économique*, Albin Michel, 1997.

MERIEUX A. et MARCHAND C., « Les marchés financiers américains », *Le Monde éditions*, 1995.