

SPECULATION INTERNATIONALE ET REGULATION FINANCIERE

PAR

JACQUES FONTANEL¹

ET

FANNY COULOMB²

Aujourd'hui, l'économie mondiale est caractérisée par la montée en puissance de la globalisation financière, qui doit permettre, selon la théorie libérale, une meilleure allocation du capital dans l'économie mondiale. Les marchés financiers internationaux gèrent l'alternative entre une utilité immédiate et une utilité différée. Ils ont pour fonctions essentielles la mobilisation de l'épargne mondiale pour le financement des investissements productifs, l'amélioration des conditions du commerce international et la mise en place d'outils destinés à protéger l'avenir financier et économique du patrimoine des épargnants. Ils réalisent des arbitrages qui visent à optimiser les rendements à une échelle mondiale, en évitant les immobilisations à long terme et en fournissant les instruments capables de limiter les risques. Ils tendent à discipliner les actions gouvernementales trop influencées par les débats électoraux et donnent la possibilité aux individus de diversifier leurs portefeuilles financiers. Enfin, ils répondent à la demande croissante des firmes multinationales et financières, groupes de pression influents, pour le respect de la règle des 3D : désintermédiation, décloisonnement et déréglementation³.

Les flux du capital sont les premiers catalyseurs du capitalisme global. La libéralisation financière diffusée à l'ensemble des pays a conduit à une accélération de la mobilité géographique des capitaux et à une substituabilité accrue entre les instruments financiers. Les transactions internationales sur actions et obligations ont été multipliées par cent en moins de vingt ans. Les marchés financiers émergents, dont la capitalisation boursière est passée de 2,5% du total mondial en 1983 à plus de 13% en 2004, se développent rapidement. Cependant, des nuages inquiétants à l'horizon laissent entrevoir d'importantes crises financières potentielles. Déjà, des crises de paiement ont suscité de nombreuses réflexions pour une réforme de l'architecture financière mondiale. La régulation, entendue comme un mécanisme de stabilisation, n'est en effet pas toujours assurée. Certes, l'analyse de la «globalisation financière» mène au constat que son ampleur reste encore réduite. Cependant, ses dangers ne sont néanmoins pas négligeables, ce qui a conduit les analystes à proposer des réformes importantes du système monétaire et financier.

UNE MONDIALISATION FINANCIERE ENCORE LIMITEE

Le degré de diversification internationale des investissements est étonnamment faible : fin 2003, les participations américaines n'étaient composées qu'à 9% de participations dans des portefeuilles étrangers et la part des participations étrangères dans les portefeuilles américains n'était que de 15%⁴. En théorie, la mobilité accrue du capital international devrait favoriser le découplage entre investissement national et épargne nationale. Cependant, cette hypothèse n'est pas confirmée par les faits, sauf partiellement pour les cas des Etats-Unis et du Japon. Plus de la moitié des capitaux en circulation est actuellement investie en obligations d'Etat.

Malgré l'énorme accroissement de la mobilité brute des capitaux financiers à court terme eu égard à l'importance des échanges réels, les transferts de ressources à long terme d'un pays vers un autre n'ont pas été significatifs, sauf conjoncturellement en faveur des Etats-Unis en situation de «tension» ou de crise

¹ Professeur en Sciences économiques et vice-président chargé des relations internationales à l'Université Pierre Mendès France (Grenoble, France).

² Maître de conférences en Sciences économiques à l'Université Pierre Mendès-France (Grenoble, France).

³ «La déréglementation conduit à la suppression progressive des règlements et des contrôles en matière de fixation des prix des services bancaires, avec l'abolition du contrôle des changes, la libéralisation des taux d'intérêt à long terme, la création de nombreux produits financiers et le développement des marchés dits dérivés, malgré les risques que leur gestion comporte. La désintermédiation constitue un recours direct des opérateurs aux marchés financiers, sans passer par les intermédiaires financiers et bancaires. Le décloisonnement des marchés nationaux implique la suppression des frontières entre des marchés séparés régionalement, nationalement, entre les titres à court, moyen et long terme ou sur le marché des changes. Il conduit à la progressive indifférenciation entre le long et le court terme, à l'effondrement de la barrière du marché des changes et des marchés financiers et à l'ouverture de la bourse et du marché des créances des Etats et des grandes firmes aux opérateurs étrangers.» : J. FONTANEL, *La Globalisation économique en analyse*, L'Harmattan, Paris, 2005.

⁴ F. CAI / F. E. WANRNOCK, «International diversification at home and abroad», *International Finance Discussion Papers*, n° 793, fév. 2004. Selon les auteurs, le «biais domestique» est surestimé par les investisseurs, du fait d'insuffisantes régulations juridiques quant à la protection des investisseurs extérieurs dans de nombreux pays.

financière mondiale. Compte tenu du potentiel égalisateur des technologies de l'information, les taux de retour des actifs financiers à long terme ou des investissements directs à l'étranger, ainsi que les bénéfices des firmes multinationales, devraient être égaux d'un pays à l'autre. Or, ce n'est pas vérifié, du fait de risques – notamment politiques – différenciés. La spéculation internationale est importante, mais pas décisive, même si ses effets négatifs peuvent frapper violemment certaines économies nationales.

Le soutien à la dérégulation a souvent été plus idéologique que technique. Les débiteurs et les créanciers ne disposent pas d'une information parfaite, ils subissent des relations de pouvoir conflictuelles et inégales et modifient constamment leurs stratégies en fonction d'intérêts plus ou moins immédiats. Les marchés financiers ne fonctionnent pas comme les autres marchés, ils vendent le temps, dans un monde fini, mais en information imparfaite pour chaque opérateur. Les relations entre les opérateurs sont asymétriques. Dans ce contexte, ce sont les Etats qui donnent confiance aux prêteurs. Les prêteurs ont besoin d'un système légal qui existe bien au niveau national, mais qui est bien plus flou au niveau international. Face à la globalisation financière, les Etats ont «sanctuarisé» leur politique monétaire, ils ont laissé le Fonds monétaire international (FMI) prendre un rôle important dans la prévention et la gestion des crises, sans pour autant que celui-ci soit un prêteur international en dernier ressort.

Si l'ouverture des capitaux financiers a accéléré la mise en place d'un système financier international important, celui-ci, en termes relatifs, rejoint seulement aujourd'hui les niveaux de la fin du siècle dernier⁵. En outre, la méfiance reste relativement élevée, compte tenu des crises financières qui ont secoué l'économie mondiale durant la dernière décennie. Or, les leçons tirées de ces crises n'ont pas encore fait l'objet de réformes susceptibles de les rendre moins probables, notamment parce qu'aucune autorité internationale ne peut imposer de règles aux Etats souverains.

LA GLOBALISATION FINANCIERE, FACTEUR D'INSECURITE MACROECONOMIQUE?

La globalisation financière conduit à l'émergence d'un marché unique de l'argent dans le monde entier. Ses défenseurs estiment qu'elle devrait favoriser une meilleure allocation du capital. A la suite notamment d'A. Smith, qui avait rejeté le marché international financier du domaine de la «main invisible», J.M. Keynes avait établi que le marché international des capitaux ne s'équilibrait pas instantanément et pouvait même conduire à des déséquilibres durables, du fait de leur nature instable. Pour que la spéculation ne l'emporte pas sur les activités productives, il est nécessaire de freiner la mobilité des capitaux et les opérations de nature purement spéculative. Keynes proposait ainsi une intervention des autorités publiques, avec une coordination des politiques économiques, l'envoi de signaux cohérents au marché, une taxation ou une réglementation afin de stabiliser le système financier international⁶. Or, les faits semblent aujourd'hui lui donner raison. La privatisation et la libéralisation génèrent souvent un environnement économique instable. Elles ont conduit et conduisent encore à la spéculation effrénée et à des crises financières et cambiales importantes, qui obligent les pouvoirs publics à intervenir. Les banques centrales qui pouvaient auparavant contrôler et piloter les marchés financiers sont désormais obligées de composer avec les décisions privées, fondées sur les anticipations – jugées ou espérées rationnelles – des décisions publiques.

Fin avril 2004, 1 900 milliards de dollars s'échangeaient quotidiennement sur les marchés internationaux⁷, pour un PIB mondial en 2004 de 40 900 milliards de dollars⁸. Les exportations mondiales de biens et services n'excèdent quant à elles pas 30 milliards de dollars par jour en 2004⁹. Dans ce contexte, les chocs financiers sont de plus en plus redoutables, alors même que la théorie économique fait l'hypothèse de leur faible probabilité, compte tenu de la rationalité des agents et de l'application des changes flexibles. Les anticipations des grands investisseurs modifient constamment les valeurs. Il en

⁵ N. Couderc rappelle ainsi que, au début du XX^e siècle, la Grande-Bretagne exportait chaque année sous forme de capitaux l'équivalent de 5% de son PIB, alors que l'épargne exportée chaque année par la France représentait près de 20% de son PIB (avec notamment les emprunts russes). Cf. N. COUDERC, «Mouvements internationaux de capitaux et réforme du Système monétaire international», in C. BOISSIEU, *Les Systèmes financiers. Mutations, crises et régulation*, Economica, Paris, 2004, pp. 122-138, notamment p. 124.

⁶ J. Tobin a été inspiré par un passage de la *Théorie générale* pour son idée de taxe sur les flux financiers. Ainsi, dans le chapitre 12, J. M. Keynes écrit : «il est généralement admis que, dans l'intérêt même du public, l'accès des casinos doit être difficile et coûteux. Peut-être ce principe vaut-il aussi en matière de Bourses. Le fait que le marché de Londres ait commis moins d'excès que Wall Street provient peut-être moins d'une différence entre les tempéraments nationaux que du caractère inaccessible et très dispendieux de Throgmorton Street pour un Anglais moyen comparé à Wall Street pour un Américain moyen. [...] La création d'une lourde taxe d'Etat frappant toutes les transactions se révélerait peut-être la plus salutaire des mesures permettant d'atténuer aux Etats-Unis la prédominance de la spéculation sur l'entreprise». Cf. J.M. KEYNES, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot, Paris, 1969 (1936, 1^{re} éd.), p. 174.

⁷ Bank for International Settlements, *Triennial Central Bank Survey, Foreign exchange and derivative market activity in 2004*, mars 2005.

⁸ Chiffres de la Banque mondiale.

⁹ D'après les données de l'OMC, *World trade report 2005*, disponible sur le site Internet www.wto.org.

résulte une séparation entre l'actionnaire, le possesseur du capital financier et les entreprises. Les investisseurs institutionnels (les «zinzins») font le reste.

Trois facteurs intéressent le boursier : les cours, la stabilité des prix et la réduction de la masse salariale. La logique de mise en valeur des territoires et la rationalité économique des firmes à long terme s'effacent au bénéfice de la fructification rapide du patrimoine financier. En principe, les innovations financières ont pour fonction de protéger les agents économiques contre les risques, mais ces instruments eux-mêmes sont la cause de nouvelles instabilités, notamment les produits dérivés – swaps, options, instruments à terme. Ces derniers génèrent un effet de levier, par l'application de positions spéculatives avec une mobilisation très faible des liquidités sous forme de dépôts de garantie. Les options sont déstabilisantes, avec une perte réduite pour l'acheteur en échange d'importants espoirs de gains. Aujourd'hui, la libéralisation financière provoque une instabilité chronique des taux d'intérêt et des taux de change.

Parce que l'interdépendance des places financières est très développée, un pays en voie de développement peut subir de plein fouet la spéculation des opérateurs de Wall Street. Compte tenu des incertitudes pesant sur l'économie mondiale et du comportement grégaire des opérateurs économiques, la théorie du chaos s'applique aux marchés financiers, en l'absence d'une autorité centrale de dernier ressort. Les crises financières peuvent survenir de chocs exogènes – anticipation de politique économique future, anticipation de défaut de la dette extérieure, resserrement de la politique monétaire des pays industrialisés provoquant une crise bancaire ou de change dans les pays en développement, etc. –, mais aussi endogènes, comme l'a montré M. Aglietta, qui insiste sur l'interaction entre le cycle du crédit et la fragilité financière¹⁰.

La crise asiatique a mis en évidence les effets négatifs des marchés financiers. Pour P. Krugman¹¹, le développement économique des pays asiatiques était fondé sur une accumulation du capital, inévitablement limitée par les contraintes structurelles, les faibles gains de productivité et une main-d'œuvre insuffisamment qualifiée. Les prêts trop risqués, compte tenu d'une garantie étatique discutable qui conduisaient à sous-évaluer les risques et l'expression de l'aléa moral, ont conduit à une surévaluation des actifs. La bulle spéculative a été entretenue par une supervision financière inadaptée et les capitaux étrangers spéculatifs. La corruption, les délits d'initiés et la mauvaise gouvernance ont à la fois favorisé des dépenses d'investissement inefficaces et fragilisé le système bancaire. Le gonflement de la «bulle immobilière» a développé l'endettement d'un secteur privé en monnaie étrangère, l'ancrage du baht au dollar étant supposé une garantie absolue de stabilité, même sans instrument de couverture. Dans ce cas, la libre circulation des capitaux a constitué un risque excessif pour une petite économie. Lorsque la bulle a éclaté, tout s'est effondré, selon un processus inversé, du fait d'un effet de panique. La viabilité des régimes de change dans toute la région a été remise en cause, touchant indifféremment tous les pays. Il en a résulté des ventes massives et simultanées de titres et l'apparition des mécanismes auto-entretenus de mimétisme : l'effet de panique a donc été renforcé par un effet de domino. La crise asiatique a ainsi mis en évidence les effets déstabilisateurs de la mobilité excessive des capitaux et l'insuffisance de la régulation bancaire.

Les attaques spéculatives sont toujours susceptibles de compromettre le système bancaire des pays en développement. La crise du Mexique de 1994 aurait pu aussi bien apparaître aux Philippines, en Indonésie ou au Brésil. Un enchaînement de circonstances a créé des conditions de crise au Mexique. Bien que ce pays ait respecté les règles et les politiques dictées par le FMI et la Banque mondiale, il a subi une grave récession économique. En période de crise, la question de la surveillance des marchés de capitaux et de crédit est généralement évoquée, mais aussi rapidement éludée. Or, les outils disponibles aujourd'hui en matière de prévision financière sont insuffisants, comme en témoignent par exemple les erreurs de pronostic avant la crise asiatique. Si les valeurs économiques défendues par les pays d'Asie avaient été avancées pour expliquer leur réussite économique, du jour au lendemain les opérateurs ont effectué un revirement et insisté sur l'endettement, l'instabilité chronique et la corruption des dirigeants. Ce n'est qu'a posteriori que Stanley Fischer, vice-président du FMI, a considéré que l'ampleur des déficits courants de la balance des paiements, l'endettement intérieur croissant en devises, la perte de compétitivité des exportations, la formation de bulles spéculatives sur les marchés boursiers, le laxisme des régimes prudentiels et les risques de change excessifs des entreprises étaient autant d'effets d'annonce de l'effondrement financier en Thaïlande. Il faut ajouter à cela un manque de transparence sur les liens entre le gouvernement, les entreprises et les banques, qui n'a pas permis une lutte suffisamment efficace contre la crise lorsque celle-ci s'est déclarée.

¹⁰ A. CARTAPANIS, «Vers une prévention macro-prudentielle des crises financières internationales», *Revue d'économie financière*, n° 70, 2004, pp. 89-99.

¹¹ P. KRUGMAN, «The myth of Asia's miracle», *Foreign Affairs*, nov.-déc. 1994.

L'action de surveillance du FMI a été souvent contestée, pour son inefficacité et même pour son incompetence. L'institution a ainsi été accusée de créer des «effets d'annonce» inadaptés, qui provoquent ensuite la réalisation de ses propres prévisions tardives¹². Le FMI n'a pas le pouvoir de prévenir les crises, compte tenu du respect dû au principe de souveraineté des Etats, de son faible pouvoir de contrainte sur le secteur privé et de ses moyens limités. En outre, ses interventions peuvent provoquer des effets pervers dans le cadre d'un système hautement spéculatif. Enfin, ses recommandations de politique économique ont souvent eu un lourd tribut social. Il n'existe pas aujourd'hui d'institution de surveillance adaptée.

LA DILATATION DE LA SPHERE FINANCIERE ET SES DANGERS

La libéralisation a favorisé le démantèlement des réglementations limitant les effets de la spéculation et déconnecté les finances des contraintes de la production, ce qui peut avoir des effets récessifs à long terme. La sphère financière s'est dilatée : elle a quadruplé depuis 1980, avec aujourd'hui des flux quotidiens atteignant de 1 200 à 1 800 milliards de dollars. Le montant des transactions financières internationales est 50 fois plus important que la valeur du commerce international sur les biens et services. La logique qui prévaut est celle de la liquidité et de la rentabilité financière à court terme. Selon Harry Markowitz, Prix Nobel d'économie, l'actionnaire actuel ne s'intéresse pas à la valeur intrinsèque de l'entreprise émettrice, il a seulement en vue d'optimiser la composition de son portefeuille et la rentabilité à court terme de ses avoirs. Cette logique financière pèse aujourd'hui sur les politiques des entreprises. La «création de valeur» conduit à la confiscation par les actionnaires de la valeur créée dans l'entreprise. En outre, les investissements de portefeuille à but spéculatif – moins de 30 milliards de dollars en 1980 contre plus de 700 milliards de dollars en 2003 – ont progressivement supplanté les investissements directs industriels et commerciaux dans les mouvements internationaux des capitaux.

Selon M. Aglietta, le modèle de crise financière le plus probable aujourd'hui est celui d'un risque systémique endogène au système financier, résultant de la dynamique du crédit et des prix des actifs qui conduit à l'accumulation de fragilités financières chez un grand nombre d'emprunteurs¹³. De fait, les marchés dérivés ont largement participé au gonflement de la sphère financière. Ils ont résulté d'une réaction du marché face à l'augmentation du risque consécutif à l'instabilité des taux d'intérêt et des taux de change, dans un environnement favorable à la réduction des coûts de transaction, grâce aux progrès des technologies de l'information. Les produits dérivés sont des produits financiers complexes, qui se proposent de limiter les risques des opérateurs en balayant un éventail très large : risques de défaillance, de liquidité, de contrepartie, risques concernant les taux de change et d'intérêt, risques liés aux instabilités politiques et réglementaires, risques commerciaux ou monétaires, risques spécifiques aux pays émergents, risques environnementaux, stratégiques ou technologiques, etc. Cependant, les marchés dérivés sont très dangereux, pour trois raisons principales. D'abord, ils favorisent l'émergence de l'«effet domino», défini comme le risque d'effondrement du système financier par la simple défaillance d'un grand opérateur. Ensuite, le gonflement des opérations sur les marchés dérivés assèche le marché des titres réels – on parle de «risque rétroactif». Enfin, l'addition des deux effets précédents peut conduire à une crise financière généralisée par dysfonctionnements cumulatifs – il s'agit du «risque systémique».

Les engagements des banques sur les marchés dérivés figurent hors bilan et ils représentent souvent 5 ou 6 fois le montant des capitaux propres. En 2003, les banques américaines contrôlaient plus de 80% du marché des produits dérivés aux Etats-Unis, concentration trop importante, qui laissait planer une menace de crise financière au cas où, même avec l'aide probable de la Federal Reserve, l'une des sept grandes banques américaines viendrait à faire faillite. L'effet de panique pourrait avoir un effet dévastateur et, ce, d'autant que les réserves de change des grands pays industrialisés sont deux fois moins importantes que le montant quotidien des transactions sur le marché des changes. La globalisation consacre ainsi la suprématie des forces du marché sur les politiques économiques.

A côté des produits dérivés, les fonds de pension¹⁴ – principalement américains – jouent un rôle essentiel dans la mondialisation financière, avec un impact ambigu sur les marchés financiers. Pour limiter

¹² C'est la critique que lui a formulée notamment Jeffrey Sachs. Cf. P. MARINI, *Régulation financière et monétaire*, Rapport d'information de la Commission des Finances, Sénat, Paris, n° 284, 22 mars 2000, p. 20.

¹³ M. AGLIETTA, «Le risque systémique dans la finance libéralisée», *Revue d'économie financière*, n° 70, 2004, pp. 33-49, notamment p. 48.

¹⁴ Les fonds de pension collectent les fonds des employeurs et employés d'une société pour leur retraite et sont dirigés par les représentants de l'entreprise. Ils offrent plusieurs solutions en fonction du risque pris par le retraité, des bénéfices définis (*defined benefits*, dont les pensions sont définies à l'avance), aux contributions définies (*defined contributions*, dont les pensions dépendent des résultats immédiats) et aux *hedge funds* ou fonds spéculatifs, moins importants en valeur, mais qui pèsent beaucoup sur les marchés.

l'aléa moral, le Labor Department oblige depuis 1988 les gérants des fonds de pension à participer aux votes des assemblées générales des sociétés dont ils sont actionnaires. Ils sont ainsi, dans certains cas, jugés juridiquement responsables des performances financières des fonds collectés.

Les fonds de pension exercent un rôle de centrale de réassurance pour l'ensemble des marchés. Cependant, les fonds d'options, très risqués, gérés à partir de l'information fournie par des modèles mathématiques puissants, amplifient les tendances. En cas de crise de liquidité, les risques de perte sont importants. Les fonds de pension américains ont cherché à investir dans les pays émergents ou en Europe, même sur les produits dérivés – qui dopent les performances –, à la recherche de la performance absolue de la meilleure rentabilité possible, avec une transparence faible et des effets de levier très importants.

La logique des fonds de pension peut conduire les entreprises à racheter leurs propres actions, pour limiter le nombre de détenteurs du pouvoir économique et augmenter le cours des actions et donc la richesse des actionnaires. Poussées par les exigences de rentabilité des fonds de pension, les entreprises limitent leurs investissements productifs au profit des placements financiers et se débarrassent des activités les moins rentables, sans tenir compte du coût social important lié à ces restructurations. Dans ce contexte, l'Etat s'endette pour réduire les tensions sur le marché de l'emploi et il subit le «coup de ciseaux» entre des dépenses qui croissent et des recettes qui s'érodent. Il y a là un «effet boule de neige», qui enrichit les fonds de pension et endette l'Etat et les collectivités publiques. Pour les fonds de pension, le prêt à l'Etat constitue une aubaine formidable, puisque les taux d'intérêt sont élevés, les rendements excellents et les risques très faibles. De fait, ils investissent plus du tiers de leur portefeuille dans les titres de la dette publique. Dans ces conditions, la finance s'exerce contre la croissance. L'économie est dominée par les rentiers et par les fonds détenus par des agents ne voulant pas prendre de risques économiques.

Un autre effet négatif lié à la globalisation financière est le fait qu'elle favorise les circuits financiers criminels, la corruption, les trafics d'influence et le blanchiment des fonds relatifs aux activités illicites. On estime que le blanchiment d'argent représente aujourd'hui 2% du PIB mondial, soit plus de 700 milliards de dollars par an. Aujourd'hui, les circuits financiers criminels peuvent favoriser les crises financières¹⁵. Ils sont susceptibles d'entraîner des variations de change sans liens avec les réalités économiques, d'altérer la sécurité des actifs financiers, de perturber les finances publiques par la fraude fiscale et l'évasion monétaire et d'accélérer la formation de bulles spéculatives dans les pays émergents. L'existence de paradis fiscaux ou bancaires favorise ces dérives. Les centres offshore – qui gèreraient plus de 5 000 milliards de dollars – bénéficient d'une faible fiscalité et d'un secret bancaire très rigoureux. Après les attentats du 11 septembre 2001, le gouvernement américain a souhaité revoir leur principe pour mieux lutter contre les réseaux terroristes, mais il s'est finalement ravisé devant les intérêts mis en cause. Aujourd'hui, les hedge funds sont presque tous domiciliés dans des paradis fiscaux, même si leurs quelque 120 milliards de dollars d'encours sont principalement gérés à partir des Etats-Unis. Or, lorsqu'un flux financier transite dans les places offshore, il disparaît des contrôles de la communauté internationale : il s'agit de l'un des «trous noirs» du système financier international, lié à la corruption de certains Etats.

Pour finir, il est important de rappeler un autre risque lié à la croissance de la sphère financière : celui d'une défaillance technique. La question de la sécurité des opérations financières n'est que trop rarement évoquée. La monnaie électronique n'est qu'une écriture comptable sur une bande magnétique d'ordinateurs. Or, le système est formidablement centralisé. Le CHIPS, système de paiement de la Chambre de compensation de New York, dispose de deux gros ordinateurs qui gèrent les ordres passés, avec toute une série de mesures de sécurité destinées à réduire les fraudes. Si la fiabilité du système était mise en cause, l'information ne pourrait pas en être donnée sans prendre le risque d'une méfiance des opérateurs. Une attaque terroriste immobiliserait le système, créant les conditions d'une panique financière.

Face à la fragilité incontestable du système financier, de nombreuses critiques et propositions d'action ont été avancées.

LES PROPOSITIONS DE REFORME ET LES CRITIQUES DE LA GLOBALISATION FINANCIERE

Si les libéraux reconnaissent la fragilité du système financier international, ils considèrent aussi que les remèdes seraient pires que le mal. Cependant, de nombreuses propositions ont été émises pour remédier aux défauts du système actuel. Il existe deux types de critiques : celles qui conduisent à proposer des réformes évolutives et celles qui réfutent en bloc l'efficacité du système.

¹⁵ P. MARINI, *op. cit.*, p. 8.

Concernant les propositions de réforme, B. Eichengreen et al.¹⁶ ont récemment plaidé pour la mise en place d'un indice basé sur un panier de monnaies de pays émergents, pour faciliter l'utilisation des monnaies des pays en développement dans les emprunts internationaux. La reformulation de la dette de ces pays – y compris celle vis-à-vis des institutions financières internationales – en fonction de ces monnaies nationales permettrait selon les auteurs de renforcer celles-ci et de limiter le risque de crise financière dans ces pays.

Une autre approche consiste à vouloir renforcer la surveillance du système bancaire, notamment dans les pays développés, pour limiter les risques de crise systémique endogène au système financier. M. Aglietta¹⁷ propose ainsi l'utilisation généralisée de modèles de stress macroéconomiques par les superviseurs des banques, construits à partir d'informations détaillées sur les positions des principales banques internationales, pour déceler d'éventuelles fragilités financières pouvant à terme conduire à une crise. La question de la mise en application de ces recommandations reste cependant entière. S. Strange¹⁸ a ainsi montré que le véritable problème résidait dans le manque de volonté des «gardiens internationaux» actuels : la BRI a renoncé à toute surveillance, le FMI manque d'experts et de ressources, l'Union européenne est paralysée par des conflits internes, etc. Des initiatives récentes du FMI et de la BRI semblent cependant montrer que ces institutions sont conscientes de la nécessité de renforcer la supervision prudentielle : elles travaillent aujourd'hui sur la mise en place d'incitations ou de règles de provisions contra-cycliques qui permettraient d'améliorer le traitement dynamique du risque – accord de Bâle III¹⁹.

Pour sa part, le G7 a proposé d'étendre les General Arrangements to borrow – en passant de 11 à 25 pays participants –, afin de résoudre directement les crises financières, la part des Etats-Unis ne représentant dorénavant qu'un peu moins de 20% des fonds – contre 25% avant cet accord. Il a en outre jugé utile de fournir de nouveaux moyens au FMI, les Emergency financing mechanism, dont l'utilisation serait limitée aux situations extraordinaires qui menacent la stabilité financière des pays membres, avec des risques significatifs de contagion. Cependant, si les accords fonctionnent mal ou avec retard, les Etats-Unis peuvent toujours agir unilatéralement pour assister financièrement les pays concernés, seulement si leur intérêt à long terme est clairement défini.

D'autres propositions visent à donner un rôle central au FMI et aux Etats-Unis dans la gestion des crises financières et de leurs causes. Citons par exemple Allan Meltzer, qui propose de recentrer le FMI sur un nombre limité d'objectifs. Le rôle de prêteur en dernier ressort, sous la forme de prêts d'urgence au prix du marché, ne bénéficierait désormais plus qu'aux pays qui auraient des institutions saines. En contrepartie, les pays concernés offrirait une grande liberté aux institutions financières étrangères et feraient des efforts conséquents pour améliorer leur information économique, notamment pour ce qui a trait à la dette publique et à la balance des paiements. Le FMI pourrait promouvoir des politiques fiscales en vue de réduire l'irresponsabilité des dirigeants nationaux. Il n'aurait plus de responsabilité concernant la gestion des crises financières internationales, le soutien au développement économique ou la collecte de données économiques. Enfin, les pays bénéficiaires devraient accepter une dollarisation – ou euroisation – de leur économie. Quant à la Banque mondiale, le taux d'échec des projets qu'elle finance étant élevé (73% pour l'Afrique), elle devra se concentrer sur la seule Afrique.

Néanmoins, toutes les analyses ne plaident pas en faveur d'un rôle accru du FMI dans les crises financières à l'avenir. Dans une publication du PNUD sur les biens publics internationaux, C. Wyplosz²⁰ explique ainsi que la stabilité financière internationale doit être considérée comme l'un d'eux. Pour la renforcer, il propose entre autres de limiter la promotion de la libéralisation des capitaux, de ne pas abuser des politiques restrictives et de créer des fonds monétaires régionaux, cassant le monopole du FMI. Le rôle de ce dernier dans les pays en développement a fait l'objet de nombreuses critiques, comme celle de Stiglitz²¹, conseiller de la Banque mondiale. Celui-ci considère que l'aide du FMI permet surtout le renflouement des banques internationales par l'approvisionnement en dollars des firmes qui avaient emprunté. En même temps, les pays perdent leur souveraineté économique par l'application de la conditionnalité et, en cas de crise, ils sont accusés de ne pas avoir procédé aux réformes demandées. Or,

¹⁶ Cette proposition est notamment résumée dans l'article de B. EICHENGREEN, «Financial instability», 25-28 mai 2004, disponible sur le site Internet emlab.berkeley.edu/users/eichengr/policy/copenhagenjun9-04.pdf.

¹⁷ M. AGLIETTA, *op. cit.*

¹⁸ S. STRANGE, *Mad Money*, The University of Michigan Press, 1998, pp. 158-171.

¹⁹ A. CARTAPANIS, *op. cit.*

²⁰ C. WYPLOSZ, «International financial instability», in I. KAUL / I. GRUNBERG / M.A. STERN, *Global Public Goods : International Cooperation in the 21st Century*, UNDP / Oxford University Press, New York / Oxford, 1999, pp. 152-187.

²¹ J.E. STIGLITZ, *La Grande Désillusion*, Fayard, Paris, 2002.

c'est justement la libéralisation du capital – demandée par le FMI alors qu'elle n'était pas nécessaire – qui est à l'origine des crises dans les pays en développement²².

Les crises financières remettent en cause l'hypothèse libérale selon laquelle la réduction des entraves aux marchés financiers est nécessairement favorable à la croissance économique. Même en suivant la meilleure politique économique possible, un pays de petite dimension reste très vulnérable à une crise financière, du fait même de l'instabilité intrinsèque des marchés financiers. Dans le cas de la Thaïlande, la crise est ainsi venue d'une attaque spéculative, facilitée par la libre convertibilité. Si la banque centrale cherche à lutter en vendant ses dollars, la monnaie nationale s'effondre, ce qui fait le jeu des spéculateurs qui peuvent alors racheter la devise attaquée. Le FMI a demandé une politique d'austérité «à la Hoover», qui a favorisé les spéculateurs tout en étranglant les économies.

Au-delà du FMI, d'autres propositions visent à privilégier un système de coopération souple entre les banques centrales ou régionales pour servir de prêteur en dernier ressort, plutôt que de donner ce rôle à une seule institution. C'est l'une des conclusions du rapport du groupe de travail du Sénat français²³, qui considère qu'il est important que les prêteurs de dernier ressort définissent explicitement le prix de leurs interventions en vue de réduire l'aléa moral. Le rapport recommande en outre plusieurs actions, comme le développement des réseaux implantés localement au service des institutions internationales, afin d'améliorer la proximité culturelle et institutionnelle avec les pays. La mise en place de fonds monétaires régionaux et une incitation à l'intégration monétaire régionale sont également présentées comme des actions efficaces. Le groupe de travail préconise la clarification des compétences respectives du FMI et de la Banque mondiale, l'annulation progressive de la dette des pays en développement, le perfectionnement de l'environnement prudentiel et de la transparence des opérations des acteurs privés, l'amélioration de l'organisation et du fonctionnement du contrôle externe et la lutte contre la criminalité financière.

Plus radicale est la recherche de solutions visant à limiter la spéculation financière. La proposition émise par James Tobin a rencontré un large écho. Celui-ci proposait que les gouvernements imposent une petite taxe – dite depuis «Taxe Tobin» – sur chaque transaction «spot» de change étranger, voire sur tous les mouvements financiers en devises. Cet impôt indirect n'aurait pas d'influence sur les flux de capitaux à long terme, mais réduirait la spéculation, en accroissant le poids que les participants du marché donnent aux indicateurs fondamentaux à long terme par rapport aux opportunités spéculatives immédiates. Cela permettrait d'assurer une meilleure stabilité du processus des prix sur les marchés financiers et de redonner une marge de manœuvre aux politiques monétaires nationales ou continentales – dans le cas de l'euro.

La taxe aurait pour objectif principal de diminuer l'importance des mouvements spéculatifs par la réduction du potentiel de plus value disponible, en appliquant un impôt sur les transactions monétaires internationales de très court terme, sans pour autant entraver les mouvements de l'économie réelle. Un taux de 0,1 à 0,5% sur les transactions en devises réduirait la volatilité des taux de change et limiterait les opérations purement spéculatives, qui jouent à la journée ou à la semaine. Les transactions commerciales ne paieraient la taxe qu'une seule fois, ce qui est négligeable²⁴. En supposant que son effet réduise les transactions de change de 60%, la taxe serait susceptible de rapporter (à 0,6%) près de 1 000 milliards de dollars par an. Se poserait alors la question de l'utilisation de ce financement destiné à la réalisation de biens publics internationaux.

Cependant, le défaut de la Taxe Tobin est de laisser de côté les opérations spéculatives sur les terrains et immeubles, les matières premières et les obligations et actions. Elle ne limiterait guère l'activité des hedge funds ni la participation des fonds de pension au gouvernement des entreprises et elle serait incapable de limiter la volatilité des capitaux en quête d'investissements internationaux. Les banques, les firmes multinationales et les gouvernements britannique et américain ont largement critiqué ce projet, qui risquerait d'effrayer les investisseurs en rendant leurs opérations plus onéreuses, dans un contexte de concurrence internationale effrénée. De plus, l'instabilité financière n'est pas la seule cause des «blocages de développement». Pollin considère que le plus important serait d'accroître les possibilités de ré-intermédiation du financement du développement²⁵.

Un autre problème lié au projet de Taxe Tobin est que, en accroissant les coûts de transaction sur les marchés des changes, cette mesure limiterait la diversification internationale des institutions financières, rendant ainsi plus vulnérable l'épargne investie à l'étranger. Enfin, il est très difficile de différencier les opérations purement spéculatives de celles qui sont directement liées au commerce international. Si la Taxe

²²

Ibid.

²³

P. MARINI, *op. cit.*, pp. 39-51.

²⁴

A.C. MICHALOS, *Good Taxes*, Dundurn Press, Toronto, 1997.

²⁵

J.-P. POLLIN, «La globalisation financière en question», in J.-M. CHEVALIER / O. PASTRE, *Où va l'économie mondiale? Scénarios et mesures d'urgence*, Odile Jacob, Paris, 2002.

Tobin peut effectivement limiter les évolutions erratiques des taux de change et limiter les attaques spéculatives, la réduction de la volatilité des flux de capitaux implique un contrôle des mouvements de capitaux, notamment par la constitution de réserves non rémunérées auprès de la Banque centrale en fonction des flux entrants. En conclusion, on peut s'interroger sur la capacité d'une augmentation des coûts de transaction à empêcher et même à freiner l'instabilité financière internationale.

Au-delà du projet de Taxe Tobin, les critiques se multiplient contre le fonctionnement actuel des marchés financiers. La voix célèbre de S. Strange²⁶ a dénoncé le fait que le financement international soit un vrai casino dans lequel les actifs sont échangés presque entièrement sur la base d'un profit spéculatif. Les agents économiques sont contraints de jouer chaque jour au casino, le fruit de leur travail étant sans cesse remis en cause par le jeu des mouvements financiers, des taux d'intérêts et des taux de change. Ce nouvel ordre financier encourage les mouvements spéculatifs de capital au détriment des flux productifs et entraîne la perte d'autonomie des politiques économiques au bénéfice des groupes internationaux qui sanctionnent des Etats souvent désarmés.

Citons aussi J.-P. Pollin²⁷, qui préconise de s'affranchir du modèle financier anglo-saxon de prédominance des marchés sur l'intermédiation : ce système fragile amplifie les chocs exogènes, comme l'a montré l'attentat du 11 septembre 2001. Il entérine la dépendance aux marchés boursiers et aux taux d'intérêt à long terme des Etats-Unis, y compris en Europe, en dépit de l'intégration financière. Les bulles spéculatives dues principalement au «court termisme» des opérateurs et au mimétisme des comportements conduisent à des prix d'actifs arbitraires, fondés sur de fausses informations ou des anticipations pour le moins peu rationnelles prises collectivement. Il faut alors s'interroger sur le coût d'un système qui se laisse aller à de tels débordements, lesquels génèrent des crises aux graves conséquences sociales.

* *
*

La libéralisation financière n'est pas irréversible. Ses fondements sont aujourd'hui remis en cause, notamment par la spéculation, qui ne permet guère la stabilité du système. La coopération des Etats apparaît de plus en plus nécessaire. Pour la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (CNUCED), les coûts de l'ouverture financière étant collectifs – perte d'autonomie en matière de politique économique ou instabilité financière croissante –, ils sont anonymes dans leur incidence, alors que les profits pour certains agents économiques – financiers internationaux, entreprises, rentiers – sont importants. Pourtant, la globalisation financière ne rencontre que peu de résistance. Seule une nouvelle crise financière internationale pourrait susciter une réaction des gouvernements et le retour des contrôles de capitaux.

Il semble pourtant nécessaire et urgent de développer une réglementation prudentielle des banques pour les protéger contre une prise excessive de risques, du fait de l'absence de réglementation et de la forte «marge de tentation», liée à des taux d'intérêts anormaux favorisant le surendettement. Il faut établir des règles simples, comme : l'interdiction faite aux opérateurs financiers dont les avoirs ou les engagements sont à court terme d'avoir des engagements nets en devises; l'officialisation de l'obligation d'un rattachement des monnaies à des devises fortes – dollar, euros ou yen –; l'allongement des échéances du financement intérieur par l'essor des marchés obligataires et hypothécaires; la lutte contre le développement des paradis judiciaires et fiscaux dans lesquels prospèrent toutes les mafias du monde²⁸. Le risque de comportements irresponsables sur les marchés financiers est élevé. Or, in fine, ce sont généralement les contribuables qui paient ces prises de risques. L'opinion publique doit être avertie que son emploi, sa richesse et sa consommation sont joués au casino de la grande finance internationale – pour reprendre l'expression de S. Strange – sans grandes probabilités de gains collectifs, mais avec d'importantes potentialités de pertes. Ce qui, d'un point de vue économique, n'est pas très rationnel.

²⁶ S. STRANGE, *Casino Capitalism*, Blackwell, Oxford, 1986.

²⁷ J.-P. POLLIN, *op. cit.*, 2002.

²⁸ J. DE MAILLARD, *Quand les mafias prospèrent dans les paradis judiciaires. Tyrannie de la globalisation – contre la dictature des marchés*, La Dispute/Syllepse/VO Editions, Paris, 1999, pp. 65 et suiv.