

# Les conséquences des flux financiers mondiaux sur la politique économique



Tous les pays doivent relever les nouveaux défis que pose la mondialisation, phénomène dont ils n'ont pas encore bien assimilé les conséquences à l'intérieur de leurs frontières. En même temps, l'absence de prêteur en dernier ressort est à l'origine d'une lacune dans la structure institutionnelle internationale.

*Manuel Gutián*

**B**IEN QU'ELLE ait été amorcée voilà plus d'un demi-siècle, la mondialisation est un sujet qui, tout comme son impact sur les économies nationales, a fait couler beaucoup d'encre ces dernières années. Au départ, elle a été le fruit de décisions nationales et n'a guère suscité de débat, car ses effets étaient en général considérés comme secondaires. Elle était envisagée dans le cadre de l'intégration économique qui résultait des liens établis entre les marchés des biens et services. De 1945 à 1971, c'est-à-dire pendant l'ère des parités fixes, les pays se sont essentiellement attachés à libéraliser les opérations courantes et, depuis 1971, les avancées qu'ils ont accomplies dans ce domaine ont été considérables.

Il n'était pas prévu à l'origine de libéraliser les actifs financiers. C'est pourquoi les accords de Bretton Woods autorisent les mesures de contrôle de capitaux. À l'époque, la libéralisation des opérations courantes s'expliquait par la nécessité de rétablir la liberté des échanges de biens et de services; les mouvements internationaux des capitaux n'avaient pas l'importance

qu'ils ont acquise par la suite. On estimait en outre que le contrôle des capitaux permettrait aux pays de préserver l'indépendance de leur politique économique.

Les gouvernements peuvent naturellement décider que certains secteurs d'activité seront libéralisés, alors que d'autres demeureront réglementés; par contre, ils ont beaucoup plus de difficulté à maintenir la séparation entre activités libéralisées et activités réglementées. Normalement, la libéralisation des échanges de biens et de services aboutit à resserrer les liens financiers entre pays, et donc ultérieurement à libéraliser les flux financiers et les mouvements de capitaux. Cette libéralisation, qui caractérise depuis longtemps l'économie mondiale, a facilité une intégration économique progressive qui a évolué vers la mondialisation.

## Causes et conséquences

Si le développement des relations commerciales entre les pays a eu pour effet de tisser des liens financiers, le profond changement depuis vingt ans du rôle que doit jouer l'État dans l'économie a stimulé la libéralisation

des mouvements internationaux de capitaux. Les fonctions de l'État, qui occupait par le passé une place prédominante dans l'économie, se limitent désormais pour l'essentiel à établir un cadre propice à l'activité du secteur privé, qui est devenue le principal moteur de l'allocation des ressources.

Ce régime économique libéral et ouvert a confié un rôle prépondérant aux forces du marché et profondément influencé la gestion de la politique macroéconomique en général et les politiques monétaire et de change en particulier. Il s'en est suivi un débat qui s'est surtout situé au niveau national, mais dont les aspects extérieurs ne sauraient être négligés. L'effet de synergie est manifeste : la libéralisation du secteur extérieur favorise en général la déréglementation à l'intérieur, laquelle aboutit à une plus grande ouverture sur l'extérieur.

Ainsi, la décision prise par les pays de déréglementer les mouvements de capitaux a libéré au sein de l'économie mondiale des forces qui ont eu pour effet de resserrer les liens entre les économies nationales. En conséquence, toutes les économies sont entrées dans l'ère de la mondialisation, avec les chances et les risques qu'elle comporte.

Les chances offertes par la mondialisation étaient incontestables dès le départ. Toutefois, il y a aussi le danger que les pays ne les saisissent pas ou les exploitent mal. Il est possible de citer en premier lieu parmi les avantages que peut présenter la libéralisation des mouvements de capitaux la progression soudaine et spectaculaire de ces mouvements dans les années 70 (après les deux fortes hausses des prix du pétrole), progression qui a permis un ajustement harmonieux à ces hausses. Par la suite, en revanche, la crise de la dette dans les années 80 a été la conséquence d'une mauvaise utilisation des chances offertes par les mouvements de capitaux.

Les expériences qu'ont vécues récemment les économies asiatiques fournissent d'autres exemples des coûts et avantages d'un marché des capitaux mondial ouvert et intégré. Certaines de ces économies ont enregistré une longue période de croissance et de développement rapides, à laquelle a contribué la constante augmentation des apports de capitaux, eux-mêmes encouragés par ces résultats économiques. Cependant, les incohérences politiques et les déficiences institutionnelles qui sont apparues ont provoqué un retourment brutal de ces flux.

La mondialisation a eu aussi dans les pays des conséquences profondes, dont la principale est la divergence qui n'a cessé de s'accentuer entre les frontières politiques et les frontières économiques. Souvent, les États-nations pour lesquels les gouvernements font la politique économique ne correspondent pas aux régions où opèrent les forces du marché mondial. Les externalités et répercussions internationales qui en résultent réduisent la portée et l'efficacité de la politique économique des pays, ainsi que l'autonomie et les pouvoirs de leur gouvernement dans le domaine économique.

## Perspectives

Les défis à relever par les pays à l'aube du nouveau millénaire apparaissent déjà impressionnantes, mais ils le sont encore plus avec la crise actuelle qui se propage, ne serait-ce que

parce qu'on dispose de moins en moins de temps pour s'y attaquer. Les gouvernements nationaux, qui ont été à l'origine de ce marché global sans frontières, doivent encore tirer les conséquences de son existence pour leur propre autonomie et leur marge de manœuvre.

L'impact de la crise sur l'économie mondiale soulève, dans le débat actuel sur la globalisation, deux séries de questions distinctes, mais étroitement liées. L'une met en doute le fonctionnement efficace des marchés, ce que l'on appelle le «consensus de Washington», et l'autre, l'intérêt pour les pays d'un système ouvert de mouvements de capitaux. Fondamentalement, ces doutes nous amènent à nous interroger sur le rôle des autorités et de la politique économique dans le fonctionnement des économies nationales.

Les défis évoqués ci-dessus ne concernent que les pays qui ont ouvert leur économie au monde extérieur et font désormais partie du système mondial. Quelles solutions s'offrent alors vraiment à ces économies? En principe, l'inversion du processus d'intégration, ou «désintégration», peut être l'une d'elles. Lorsqu'elle a été essayée par le passé (par exemple les dévaluations compétitives des années 30), cette solution n'a pas été jugée particulièrement satisfaisante. La désintégration est un retour au nationalisme et à un régime dans lequel l'État, qui applique les contrôles, joue de nouveau un rôle prépondérant dans l'économie.

Une autre solution consiste à accepter les contraintes imposées aux pays par la mondialisation et à mettre au point des normes et des règles internationales que ceux-ci s'engageraient à respecter. Les partisans du contrôle des capitaux et des changes défendent la première solution, alors que ceux qui, récemment, ont réclamé des normes et des cadres qui puissent faire l'objet de comparaisons et d'un suivi adéquat à l'échelon international penchent pour la deuxième solution.

Une troisième solution — qui, bien que séduisante en théorie, peut être rejetée en pratique, car peu de pays, sinon aucun, y ont eu recours — est de confier au marché la mission d'assurer à la fois l'efficience et la stabilité économiques.

## Régression ou progrès

L'action des pays dans l'avenir dépendra de la décision qu'ils prendront soit d'isoler leur économie, soit de s'accommoder des effets de la mondialisation. La première solution semble vaine : il faudrait appliquer des contrôles de plus en plus rigoureux qui ne pourraient être efficaces que si est mise en place la bureaucratie nécessaire pour anticiper et déjouer les initiatives du marché visant à les contourner. Ces mesures seraient vouées à l'échec.

Accepter les contraintes de la mondialisation est une attitude plus positive mais aussi plus courageuse. Cela revient à reconnaître que les pays ne peuvent se protéger que dans une certaine mesure des répercussions peu souhaitables qu'entraîne l'appartenance à un ensemble qu'ils ne maîtrisent pas. Cette attitude exige aussi un consensus sur la façon de contrer ces répercussions, en particulier la perte d'autonomie en matière de politique économique.

Les pays formulent actuellement des normes qui pourraient servir de base à un consensus international. En outre,



ils s'entendent entre eux sur leurs propres politiques, afin notamment de limiter leur pouvoir discrétionnaire dans les domaines susceptibles d'entraîner de telles répercussions, apportant ainsi une solution cohérente à la perte d'autonomie subie *de facto* à cause de la mondialisation. Le véritable défi qu'ils doivent relever est d'institutionnaliser (par de nouvelles règles du jeu) cette perte d'autonomie.

## Régime international des mouvements de capitaux

L'économie, qui est qualifiée depuis longtemps de «funeste science», a donné à maintes reprises aux observateurs l'occasion de soutenir qu'elle était sur le point de perdre cette réputation. Malgré les preuves à l'effet contraire, on a toujours eu l'espoir de mettre au point des techniques de gestion perfectionnées qui doivent permettre d'anéantir une fois pour toutes les risques. Le récent effondrement du fonds spéculatif américain, Long-Term Capital Management, est un bon exemple de l'inefficacité de telles stratégies. Les seules certitudes qu'il soit possible d'avoir, c'est que les marchés continueront d'être instables, les cycles économiques de se suivre, les risques de ne pas être totalement maîtrisés et les crises de se produire. Le mieux que nous puissions faire est de contenir l'instabilité des marchés, de limiter l'amplitude des cycles et d'améliorer les techniques de gestion des risques.

L'une des premières questions à résoudre est de déterminer comment les pays peuvent contrer l'instabilité des mouvements de capitaux. À cet égard, les expériences des différents pays peuvent être riches d'enseignements. Il faut essentiellement s'interroger sur le rôle que peuvent jouer la politique monétaire et celle de change, ainsi que la gestion des finances publiques et le contrôle des changes. Ce point est crucial, car il permet de voir dans quelle mesure, individuellement, les pays peuvent neutraliser l'impact des mouvements de capitaux.

Outre les leçons à tirer au niveau de la réaction des pays, la dimension mondiale est une seconde question sur laquelle il faut se pencher. Il convient d'établir une distinction entre la complexité de la libéralisation des mouvements de capitaux, ainsi que les contraintes qu'elle impose, et les règles à concevoir pour guider ou suivre l'expérience et les progrès de chaque pays dans ce domaine.

La première question est fondamentalement empirique et doit être abordée en fonction de chaque pays. Si le rythme et l'enchaînement des mesures de libéralisation peuvent faire l'objet d'analyses abstraites, l'application concrète de ces mesures dépend en fait de la situation de chaque pays.

En outre, pour que la libéralisation des mouvements de capitaux soit ordonnée, il faut s'attaquer à la deuxième question et mettre au point des normes et des règles universellement acceptées et assez souples pour couvrir toutes les situations possibles. Les quelques principes ci-après, qui sont appliqués avec succès dans les relations internationales, pourraient être prévus, car ils sont parfaitement adaptés à cet objectif :

- une disposition accordant aux pays une certaine souplesse en ce qui concerne la libéralisation des opérations en capital — en d'autres termes, un accord provisoire donnant aux pays la possibilité d'adapter à leur situation particulière le rythme et l'enchaînement des mesures à appliquer;

- une série de normes prudentielles communes, reposant sur des pratiques universellement admises, afin d'assurer une gestion adéquate des risques internationaux;

- un principe visant à faire accepter internationalement et sur une base transitoire les mesures restrictives sur les opérations en capital qui sont nécessaires pour des raisons de balance des paiements ou de gestion macroéconomique;

- une disposition permettant aux pays de recourir temporairement à des contrôles en cas d'urgence.

Grâce à tels principes, s'ils étaient appliqués comme il convient, il serait possible de régler les questions que soulève la libéralisation des mouvements de capitaux pour toutes les catégories de pays. Les ingrédients nécessaires pour établir et appliquer une telle série de principes se trouvent déjà dans la fonction de surveillance du FMI. Il serait aussi possible de s'entendre sur des normes prudentielles communes mises ou à mettre au point par les autorités de tutelle des différents pays (comme les Principes fondamentaux du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire).

Les éléments nécessaires pour établir une série de règles universellement acceptées qui permettraient de suivre l'évolution des mouvements de capitaux et des comptes de capital sont en place. Tout ce que doivent faire les gouvernements maintenant, c'est de montrer qu'ils sont prêts à les accepter et à les respecter.

## Principaux problèmes en suspens

Chaque période de turbulences mondiales nous permet de développer notre arsenal d'instruments d'intervention. La crise mexicaine de 1994–95 a montré le rôle capital que revêtent l'information, les stratégies de gestion de la dette et la solidité des secteurs financiers. Ce message ressort plus nettement encore de la crise qui s'est amorcée en Asie il y a plus d'un an et qui a souligné l'importance d'une bonne gouvernance et d'une indépendance totale entre l'État et les autres secteurs de l'économie. Ces leçons sont d'autant plus pertinentes que les économies s'intègrent étroitement.

Nul ne conteste que la transparence, une bonne gouvernance et des normes financières saines sont indispensables pour que le marché fonctionne bien. À mesure qu'ils reçoivent d'informations plus exactes diffusées en temps voulu et comme il convient et que les politiques des pays sont moins incertaines, les marchés sont en mesure de prendre de meilleures décisions. L'un des principaux défis qui se posent est de leur faire supporter le coût de toute erreur d'arbitrage ou de tout manque de différenciation entre les situations. Si ce défi ne pouvait être relevé, on s'exposerait à des conséquences dépassant la notion normale d'aléa moral, et celle de fondamentaux économiques n'aurait plus de raison d'être.

Il faut que non seulement les marchés prennent en charge le coût de leurs décisions, mais aussi que les gouvernements assurent la stabilité systémique. Cet objectif se heurte parfois aux lois du marché. Les solutions à ce problème ne sont

pas encore trouvées, mais elles devraient logiquement découler, semble-t-il, des conclusions qui seront tirées de la crise actuelle. Cela souligne le rôle important que revêtent des politiques et des cadres sains, une transparence fondée sur des informations exactes, complètes et communiquées en temps voulu, et de bonnes normes de gouvernance. Il est probable que les capitaux fuiront les économies qui s'écartent de ces principes — ces économies étant alors encouragées à les observer de nouveau — pour se diriger vers celles qui les appliquent et qui seront ainsi en mesure de renforcer leurs performances.

Les effets de contagion — qui reçoivent tant de publicité — impliquent que la différenciation nécessaire n'a pas été opérée, mais aussi que les efforts déployés pour l'encourager ne donnent aucun résultat. Les conséquences de ce double échec sont graves. Les fondamentaux qui sont viables avec un arbitrage efficace ne le sont plus lorsque les marchés ne remplissent pas bien cette fonction. Dès qu'il y a contagion, il faut mettre en place un mécanisme pour protéger les économies dont les fondamentaux sont sains.

Ce raisonnement fait apparaître dans la structure institutionnelle internationale actuellement en vigueur un vide qui résulte de l'absence de prêteur en dernier ressort. Aucun consensus n'a encore été réalisé sur la nécessité d'ajouter une telle institution à l'architecture qui existe aujourd'hui. L'une des raisons en est la résistance à accepter les conséquences sur le plan des ressources de la création de cette institution.

Un point plus important, mais moins bien connu, est la réticence à admettre que le prêteur en dernier ressort doit bénéficier d'une compétence supranationale pour assumer efficacement ses fonctions systémiques. La perte de souveraineté nationale qu'implique ce transfert de pouvoirs n'a pas encore été acceptée, même si les marchés mondiaux ont en fait contourné le problème. La reconnaissance de cette situation amènera bientôt à établir une structure internationale assez solide pour traiter avec les forces du marché mondial et préserver la stabilité du système.

## Conclusion

La menace croissante de crise mondiale alimente un débat sur les moyens disponibles pour la contenir et la résoudre, ainsi que sur les mesures à prendre au plan national pour se protéger contre ses répercussions. L'économie mondiale est devenue si étroitement intégrée que les pays doivent assurément veiller à bien gérer leur propre économie, mais aussi être prêts à anticiper toute erreur de gestion des autres pays et à s'y adapter. Il nous reste à nous entendre sur une série de règles pour gérer les flux internationaux de capitaux. Celles que j'ai décrites aideraient considérablement les pays à évaluer les risques qu'ils doivent affronter sur les marchés internationaux des capitaux en assurant la transparence de comportements acceptables et en faisant ressortir certains des problèmes que les mouvements de capitaux



M. Manuel Guitián est l'ancien Directeur du Département de la monnaie et des changes du FMI.

ont posés dans des pays qui bénéficient de fondamentaux solides.

Tout comme le spectre de la contagion conduit à préconiser la création d'un prêteur en dernier ressort doté de ressources proportionnées aux risques systémiques, il convient aussi d'évoquer le risque qu'un arbitrage efficient aboutisse à des transferts de capitaux dont le volume dépasserait nettement les besoins des économies bénéficiaires.

Il faut trouver le moyen de ramener ces apports de capitaux à un niveau viable. Le prêteur en dernier ressort devra alors surveiller les mouvements de capitaux pour s'assurer que de bonnes politiques sont en place dans les pays dont ils partent — de manière à ce que leur volume et leur destination ne reflètent pas de mauvaises politiques. Il s'agit là d'un objectif primordial pour la surveillance internationale, qui exigera d'analyser et de bien saisir les causes

des flux mondiaux de capitaux. De façon plus générale, il faudra aussi que les pays qui influencent le plus l'économie mondiale acceptent d'en garantir la stabilité, y compris dans le domaine des mouvements de capitaux.

Maintenir l'ordre dans l'économie mondiale en l'absence d'une autorité internationale est un défi de taille. Pour le relever, nous devons reconnaître que tous les pays font partie de la société mondiale. L'établissement de normes ordonnées universellement applicables ne revient pas à demander à chaque pays de se plier à des pressions venant de l'extérieur; bien au contraire, chaque pays tirera parti d'un tel effort déployé en commun. **F&D**

*Le présent article s'inspire d'un discours prononcé le 9 novembre 1998, à Los Cabos (Mexique), à l'occasion de la treizième Conférence des banques centrales des pays du bassin Pacifique dont le thème était «La politique monétaire et la structure du compte de capital».*

*Lectures recommandées :*

*Sebastian Edwards, Directeur de publication, Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy (Cambridge, Massachusetts, Cambridge University Press, 1995).*

*Manuel Guitián, «Scope of Government and Limits of Economic Policy», Macroeconomic Dimensions of Public Finance, publié sous la direction de Mario Blejer et Teresa Ter-Minassian (Londres et New York, Routledge, 1997).*

*—, «The International Debt Crisis: What Have We Learned?», Rules and Discretion in International Economic Policy, étude spéciale n° 97 du FMI (Washington, Fonds monétaire international, 1992).*

*—, «Capital Account Liberalization: Bringing Policy in Line with Reality», Latin American Adjustment: How Much Has Happened?, publié sous la direction de John Williamson (Washington, Institute for International Economics, 1990).*

*Vito Tanzi, «The Demise of the Nation State?», document de travail n° 98/120 du FMI (Washington, 1998).*

*Steven Weber, «The End of the Business Cycle», Foreign Affairs, volume 76 (juillet/août 1997), pages 65-82.*