

La libéralisation des mouvements de capitaux

Dans l'article intitulé «La libéralisation des mouvements de capitaux et le FMI» (*Finances & Développement*, décembre 1998), Michael Mussa et Barry Eichengreen décrivent quelques-uns des avantages et des risques potentiels de ce processus. Mais je suis surpris de les entendre ainsi jouer une vieille partition assez désuète. La théorie financière moderne — concernant notamment les investissements de portefeuille — est bien connue, mais la grande leçon à retenir des dix-huit derniers mois est que «les règles du jeu de l'investissement de portefeuille et de la finance mondiale ont irrémédiablement changé».

Selon la théorie de la diversification internationale, les investisseurs peuvent réduire le risque de portefeuille en transférant des capitaux sur les marchés émergents. Il n'empêche que ce postulat de la théorie moderne a été mis à mal par la récente crise. On constate, en période de crise, que le comportement des investisseurs eux-mêmes est facteur d'instabilité. Une volatilité accrue entraîne une hausse de la valeur des actifs, qui se répercute sur les instruments et les marchés, alors qu'il ne devrait pas y avoir — d'après les fondamentaux — une forte corrélation entre ces éléments.

La théorie de l'investissement de portefeuille tendant à observer un «état stable», elle ne permet pas de rendre compte des effets des crises lorsque le comportement des opérateurs s'écarte de leurs propres modèles. La conclusion s'impose d'elle-même : la théorie de la diversification internationale est inopérante dans le contexte d'un marché baissier si l'effet de contagion est omniprésent et si les marchés évoluent à l'unisson.

La crise asiatique a mis en évidence un autre mythe auquel MM. Eichengreen et Mussa semblent néanmoins souscrire encore, celui de «l'information parfaite comme panacée». Il en ressort que «l'asymétrie de l'information» est le principal facteur d'inefficience des marchés. Le problème est que l'information est certes aussi parfaite que possible, mais qu'en période de crise on n'en tient pas compte. La crise a montré que le comportement des intervenants du marché n'est pas nécessairement dicté par les «fondamentaux économiques en période de crise» et qu'il s'explique aussi par la recherche de liquidités, l'instinct grégaire et des supputations quant à l'évolution de la situation, même s'il est «irrationnel» vu sous l'angle des fondamentaux sous-jacents.

Compte tenu de cette réévaluation radicale du fonctionnement des marchés en période de crise, il me paraît fort décevant que le credo du FMI en la matière n'ait pas changé d'un iota. Les auteurs exaltent les vertus de la mobilité des capitaux, mais semblent ne voir que l'arbre qui cache la forêt : les pays en développement ne peuvent tirer parti du processus faute de disposer des capitaux nécessaires pour y participer. Cette libéralisation est une voie à sens unique. Du point de vue des investisseurs d'envergure mondiale, les économies en développement ne représentent que des polices d'assurance. N'ayant guère de capitaux propres à investir, elles ont peu à gagner de la libéralisation financière. Cependant, on leur demande d'assumer les risques qu'elle comporte pour les pays riches.

Robert Mills

European Network on Debt and Development
(EURODAD) Bruxelles

La garantie des dépôts et l'aléa moral

Faut-il se débarrasser de la bouée de sauvetage alors que menace la tempête, quand la présence de la bouée pousse le marin à prendre le risque de naviguer par gros temps? En comparant les régimes de garantie des dépôts de plusieurs pays industrialisés («Ce que la garantie des dépôts peut et ne peut pas faire», de Ricki Tigert Helfer, *Finances & Développement*, mars 1999), on constate que la protection offerte présente de grandes disparités, puisqu'elle va de 30.000 dollars E.U. à peine à une couverture quasi totale, comme dans le cas des banques privées allemandes. Pourtant, on ne constate aucune corrélation étroite entre l'ampleur de la garantie et la solidité des structures bancaires d'un pays. Curieusement, un pays comme l'Allemagne, où le niveau de protection des dépôts bancaires paraît même excessif eu égard aux normes internationales, jouit de l'une des structures bancaires les plus solides.

En fait, un régime de garantie peut très bien être exhaustif et indifférent à la taille des banques participantes ou à leur rentabilité. Mais il doit être financé par le secteur bancaire lui-même et exclure tout éventuel sauvetage des banques par le contribuable. La responsabilisation et l'autodiscipline du secteur des services financiers sont intrinsèquement les meilleurs garde-fous contre les risques d'abus. En outre, toute subvention publique doit être considérée comme une mesure déloyale vis-à-vis des concurrents étrangers.

Harry Schröder

Rüsselsheim (Allemagne)

Conception de la couverture : Luisa Menjivar-Macdonald.

Illustrations : Glasgow and Associates, couverture, table des matières et pages 6 et 20; Luisa Menjivar-Macdonald, pages 9, 28 et 32; Massoud Etemadi, table des matières et pages 24, 37 et 40; Lew Azzinaro, page 46.

Photographies : Uniphoto, couverture et page 16; Pedro Márquez, table des matières et pages 50-55; Denio Zara, pages 2 et 3; FMI (Unité de photographie), photos des auteurs.