

# La finance mondiale hier et aujourd'hui

**L**A MONDIALISATION de la vie économique est aujourd'hui presque considérée comme allant de soi, même si elle suscite parfois de la méfiance ou du désenchantement. Ce sont les marchés de capitaux qui, depuis quelques décennies, en ont le plus fortement subi les effets. Le volume des mouvements de capitaux est monté en flèche tant dans les pays développés que dans les pays en développement, ce qui a ouvert de nouvelles perspectives économiques, mais a aussi posé des problèmes difficiles aux dirigeants. Nous ne sommes en aucun cas sortis de la zone de turbulence.

D'aucuns seront sans doute surpris d'apprendre que ce constat vaut non seulement pour 2004, mais aussi pour 1904, pendant la période de mondialisation allant de 1870 à 1914. De nombreuses études récentes montrent un parallélisme saisissant entre cette ère de mondialisation et celle d'aujourd'hui. Ce parallélisme soulève diverses questions sur l'évolution de l'économie mondiale au XIX<sup>e</sup> siècle, son effondrement en 1914 et la renaissance de la mondialisation à la fin du XX<sup>e</sup> siècle.

J'ai étudié systématiquement ces événements avec Maurice Obstfeld (université de Californie, Berkeley), avec pour résultat une nouvelle histoire du marché mondial des capitaux et des problèmes connexes d'économie politique. Nous avons constaté que les gouvernements ont toujours été confrontés à un «trilemme» fondamental de politique macroéconomique, c'est-à-dire à l'impossibilité d'avoir simultanément un taux de change fixe, un marché des capitaux ouvert et l'autonomie monétaire. Je vais résumer les éléments qui prouvent, selon nous, la présence constante de ce trilemme et en tirer des leçons pour les décideurs d'aujourd'hui.

## L'essor et le déclin de la mondialisation

Au début du XIX<sup>e</sup> siècle, la finance internationale ressemblait encore à beaucoup d'égards à ce qu'elle avait été au XVII<sup>e</sup> siècle et restait dominée par Londres et Amsterdam. Sur le plan institutionnel, la politique de laisser-faire appliquée à

des degrés divers depuis 1688 avait permis aux marchés de parvenir à une certaine maturité, mais les capitaux en jeu restaient faibles et limités essentiellement au marché européen et le progrès technologique était lent. Cependant, tout allait changer en quelques décennies grâce au développement d'un marché mondial des capitaux, notamment grâce au télégraphe et à d'autres progrès dans les transports et les communications, à la croissance de plus en plus rapide des zones de peuplement européen et à une «modernisation» des institutions imposée ou imitée. L'émergence de l'étalon-or comme régime monétaire international est particulièrement importante dans notre contexte. L'économie mondiale de 1913 n'avait donc plus grand-chose en commun avec celle du début du XIX<sup>e</sup> siècle.

Mais cette économie a imploré de fait des deux guerres mondiales et de la grande dépression, ainsi que sous l'effet des tensions politico-économiques de cette période de bouleversements sans précédent. Vers 1935, la libre circulation des marchandises, des personnes et des capitaux n'était presque plus qu'un souvenir. La plus grande partie du XX<sup>e</sup> siècle — au moins depuis 1929 et peut-être depuis 1913 — a été marquée par une série d'expériences radicales en matière d'économie politique et de politique monétaire, qui, d'après des sceptiques invétérés tels que l'historien de l'économie Karl Polanyi, allaient porter un coup mortel à l'intégration économique. Pendant de nombreuses décennies, les faits ont paru leur donner raison.

C'est ici qu'entrent en scène John Maynard Keynes et Harry Dexter White, architectes de l'ordre économique de l'après-guerre — le système de Bretton Woods — dont l'un des piliers était le FMI, incarnation d'un nouveau modèle macroéconomique fondé sur les taux de change fixes et la réglementation des flux de capitaux. Le FMI préconisait de réglementer les flux de capitaux parce que leur libre circulation était soupçonnée d'avoir joué un rôle dans les crises des années 30. De même, les taux de change flottants étaient liés à la spéculation et à l'instabilité, et donc au dérèglement des échanges commerciaux. Ces

**Aujourd'hui  
comme pendant  
la première période  
de mondialisation,  
le même «trilemme»  
contraint les  
dirigeants à de  
douloureux  
arbitrages.**

*Alan M. Taylor*



craintes ont justifié le choix de parités fixes (mais «ajustables»). On comprend ainsi pourquoi, même après 1945, les marchés de capitaux internationaux ont mis si longtemps à se redresser.

Ce n'est qu'après l'effondrement du système de Bretton Woods du fait de problèmes de balance des paiements à la fin des années 60 et au début des années 70 qu'est né, non sans à-coups, un nouvel ordre mondial. Le système a commencé à céder lorsqu'il est devenu évident que, pour maintenir le volume des échanges commerciaux à un niveau qui apporterait des avantages économiques significatifs, il faudrait autoriser des transactions de montant élevé. En outre, face aux tensions politico-économiques, les parités étaient ajustées régulièrement. Non seulement cela menait tout droit à la crise à court terme, mais à la longue cela allait remettre en question la conception générale de l'architecture financière mondiale. D'autre part, on commençait à se rendre compte des avantages potentiels de l'ouverture des marchés de capitaux, car les pays en développement, pour la plupart fermés aux capitaux en provenance des pays développés, souffraient de déficits de financement. En fin de compte, la vision de Keynes et de White — d'un monde où la prospérité du commerce serait assurée par la réglementation des flux de capitaux privés — s'est révélée illusoire.

Cependant, les sceptiques craignaient que le passage à des taux flottants entraîne un relâchement de la discipline financière qui déstabiliserait les échanges et peut-être les flux financiers eux-mêmes. Nous savons maintenant que les flux commerciaux et financiers n'ont cessé de progresser depuis (graphique 1), leur volume dépassant aujourd'hui le record atteint en 1913, selon certains points de référence.

### Des décisions difficiles

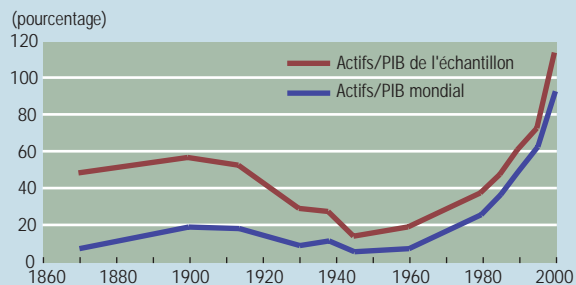
Comment la politique des pouvoirs publics influence-t-elle les mouvements de capitaux? Le trilemme sert de principe de base pour l'étude de l'histoire monétaire du marché mondial des capitaux. Il s'agit de l'arbitrage que doit faire un gouvernement entre trois objectifs de politique économique : rattacher le taux de change, maintenir le marché des capitaux ouvert et mener une politique monétaire volontariste. Seuls deux de ces trois objectifs peuvent être atteints simultanément. Ainsi, un gou-

vernement peut avoir la stabilité des changes et un marché des capitaux ouvert en adoptant un taux de change constamment fixe, mais il doit alors renoncer à l'indépendance monétaire. S'il opte pour l'indépendance monétaire et un marché des capitaux ouvert, il peut laisser flotter la monnaie, mais il n'obtiendra pas la stabilité des changes. Enfin, s'il choisit la stabilité des changes et l'indépendance monétaire, il abandonne l'objectif de l'intégration de son marché des capitaux.

Le trilemme devrait donc avoir des conséquences majeures pour la politique monétaire. Mais est-ce un phénomène important du point de vue empirique? C'est une question difficile pour les économistes. Avec Jay C. Shambaugh (Dartmouth College) et Obstfeld, j'ai innové en étudiant la coévolution des taux d'intérêt intérieurs et étrangers. Sur 130 ans, nous avons classé le degré de coévolution en fonction du régime de change en vigueur (fixe ou flottant) et de la présence ou de l'absence d'une réglementation des mouvements de capitaux. Un degré

Graphique 1  
**Des capitaux en quantité**

La croissance du marché mondial des capitaux a été impressionnante pendant les deux périodes d'intégration financière.



Source : Obstfeld and Taylor, 2004.

Note : Le graphique donne le ratio des investissements internationaux (mesurés par les actifs bruts) au PIB. L'échantillon comprend les principaux exportateurs de capitaux et d'autres pays qui y sont incorporés au fil du temps. Pour plus de détails sur l'évolution de la composition de l'échantillon, voir Obstfeld and Taylor, 2004.

élevé de coévolution indique qu'une variation des taux d'intérêt étrangers se traduit rapidement par une variation similaire des taux intérieurs : il n'y a donc pas d'autonomie monétaire. Par exemple, cette autonomie était faible quand les taux de change étaient fixes et les mouvements de capitaux libres (régime de l'étalon-or) et forte quand les taux étaient fixes et les mouvements de capitaux plus ou moins réglementés (système de Bretton Woods).

La période de l'étalon-or (1870–1913) est propice pour commencer cette étude : elle reste en quelque sorte la référence s'agissant d'un régime de change fixe. Cependant, même le régime de l'étalon-or prévoyait une étroite marge de manœuvre grâce aux points d'or (petites marges de fluctuation résultant des coûts de transaction). Dans ce contexte de zone-objectif, comme l'a défini Paul Krugman (université de Princeton), Lars Svensson (de la même université) a calculé la structure des taux d'intérêt par échéance et a montré que de gros écarts des taux d'intérêt à court terme peuvent apparaître. Les taux d'intérêt étrangers et intérieurs peuvent ainsi ne pas évoluer au même rythme. Donc, en théorie, une relation imparfaite entre les taux étrangers et intérieurs n'est certainement pas un signe d'autonomie; elle peut dénoter une autonomie limitée, sous la contrainte de la zone-objectif. Dans la pratique, il s'agit de déterminer la sévérité de ces contraintes.

Comme on pouvait s'y attendre, dans le régime de l'étalon-or, l'hypothèse naïve d'une répercussion intégrale des taux étrangers sur les taux intérieurs (coefficient de 1) ne tient pas, même avec les très faibles marges de fluctuation que nous utilisons pour remplacer les points d'or. Nous trouvons un coefficient de 0,6, qui est statistiquement différent de 0 et de 1. Les simulations d'un modèle de zone-objectif montrent que le coefficient de 0,6 est celui auquel on peut s'attendre avec une marge de fluctuation du taux de change d'environ 1 % (entre les points d'or) et une mobilité presque parfaite des capitaux.

Au contraire, pendant les périodes de flottement des taux de change, ce coefficient était plus proche de zéro, ce qui signifie que les autorités nationales ont théoriquement retrouvé une marge de manœuvre considérable lorsqu'elles ont abandonné leur parité fixe. C'est ainsi que, pendant les périodes de flottement (pas rares) entre 1870 et 1913, les pays ont joui d'une autonomie monétaire considérable; le coefficient de répercussion était proche de 0, comparable à celui prévu par les simulations effectuées sur les paramètres pour cette période.

Lorsque la même analyse a été faite pour le système des taux fixes de Bretton Woods, on n'a observé aucune répercussion des taux d'intérêt étrangers sur les taux intérieurs. On peut donc en conclure que, lorsque les architectes de Bretton Woods se sont fixé pour tâche de limiter la mobilité des capitaux afin de libérer la politique monétaire intérieure, ils ont admirable-

ment réussi. Si l'on utilise des modèles dynamiques plus perfectionnés, il apparaît que, vers la fin du système de Bretton Woods, certains pays développés constituent des exceptions à la règle, sans que cela remette en cause le constat général.

Cependant, depuis l'effondrement du système de Bretton Woods, le monde a commencé à ressembler de nouveau à celui de la période de l'étalon-or classique. Dans l'ensemble, les taux de change fixes sont peut-être moins fréquents qu'il y a cent ans, mais, lorsque des pays adoptent un taux fixe dans le contexte actuel de mobilité accrue des capitaux, ils restent confrontés au même trilemme qui entrave leur capacité de conduire la politique monétaire. Le coefficient de répercussion est d'environ 0,5, statistiquement impossible à distinguer du coefficient de 0,6 de l'étalon-or classique. Par contre,

les flottements actuels se caractérisent, comme prévu, par des coefficients bien plus faibles. Ceux-ci ne sont pas aussi proches de 0 qu'ils ne l'étaient à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle et au début du XX<sup>e</sup> siècle, ce qui dénote peut-être une certaine convergence d'autres points d'ancrage nominaux (par exemple le ciblage de l'inflation) qui pourrait imposer des objectifs monétaires communs même à des autorités peut-être autonomes de différents pays. Toutefois, les coefficients de répercussion des régimes flottants et fixes restent très différents les uns des autres, si bien que nous pouvons affirmer que l'arbitrage fondamental contenu dans le trilemme subsiste.

En conclusion, de manière générale, il ressort de données couvrant

plus d'un siècle que le flottement a permis une plus grande indépendance des taux d'intérêt que les parités fixes, sauf lorsque celles-ci étaient combinées avec une réglementation généralisée des mouvements de capitaux, comme dans le système de Bretton Woods. Nos recherches actuelles sur la période tumultueuse de l'entre-deux-guerres, pour laquelle il est plus difficile de classer les régimes et de réunir des données, confirment cette conclusion. Elles montrent de façon plutôt convaincante que le trilemme a continué à limiter fortement la marge de manœuvre des responsables de la politique macroéconomique.

### Des leçons pour les dirigeants

Obéir aux impératifs du trilemme peut évidemment être politiquement très coûteux. Le politique l'a trop souvent emporté sur l'économique et l'expérience montre les dangers qui en découlent. Le risque est évidemment que l'élaboration de la politique économique devienne incohérente, que les marchés jugent absurde la stratégie du pays considéré et qu'une crise en résulte. C'est le cauchemar récurrent des pays à marché émergent, où les crises sont généralement bien plus douloureuses et prolongées que dans les pays développés. Les dégâts collatéraux pour le système financier sont souvent sérieux et les conséquences politico-économiques — telles que l'instabilité gou-



«La crise argentine en 2001 offre un exemple classique d'érosion de l'autonomie monétaire ... qui a abouti à l'effondrement du régime de change fixe avec un marché de capitaux ouvert.»



vernementale et une mauvaise réputation — plus graves. Si les pays développés semblent avoir surmonté des problèmes historiques dans la gestion des capitaux internationaux — une sacrée gageure dans les années 20 et 30 —, les pays en développement éprouvent encore des difficultés. Ainsi, la crise argentine en 2001 offre un exemple classique d'érosion de l'autonomie monétaire (notamment en ce qui concerne le système bancaire à couverture fractionnaire et du fait de l'émission par les provinces et l'État fédéral d'instruments quasi monétaires garantis par l'État) qui a abouti à l'effondrement du régime de change fixe avec un marché des capitaux ouvert. Le taux de change s'est effondré et un semblant de stabilité n'a été rétabli qu'une fois imposé une réglementation des flux de capitaux. Les dirigeants ne doivent jamais perdre de vue les contraintes du trilemme : les ignorer, comme ce fut le cas dans plusieurs crises récentes, peut coûter très cher.

Faut-il en conclure que seuls les pays développés tireraient profit du marché mondial des capitaux? Ici se pose la question de la très grande différence entre les fonctions du marché dans les pays riches et dans les pays pauvres. Il y a cent ans, la plupart des flux financiers allaient des pays riches (surtout la Grande-Bretagne) vers les zones sous-développées, à l'intérieur et à l'extérieur de l'Empire — c'est-à-dire des régions riches en capitaux vers les régions pauvres en capitaux, l'objectif étant de faciliter la croissance à long terme. Aujourd'hui, très peu de capitaux vont aux régions pauvres. La plupart des mouvements de capitaux relèvent aujourd'hui de la diversification — ils contrebalancent presque intégralement les flux bruts entre pays riches — et visent principalement à réduire le risque grâce à un ajustement des portefeuilles.

De nos jours, le marché mondial des capitaux ne fournit pas assez de capitaux pour aider les pays qui en ont le plus besoin à se développer à long terme (graphique 2). Mais est-ce la faute du marché ou des pouvoirs publics? De récentes études indiquent que bien des pays pauvres sont en fait peu éloignés de leur «état d'équilibre» à long terme — c'est-à-dire la situation d'équilibre à long terme où la croissance du capital et de la production par travailleur plafonne étant donné la préférence accordée à l'épargne et la technologie aux fins de la production.

Dans la plupart des modèles, la situation à long terme d'un pays est une question de productivité et de patience et ne dépend pas de l'offre de capitaux locaux par rapport aux capitaux étrangers. Pour les tenants du déterminisme technologique, si des pays pauvres ont effectivement atteint leur état d'équilibre, il ne s'agit pas tant de louer leur capacité d'épargne intérieure, mais bien plutôt de fustiger les obstacles sociaux, politiques, institutionnels, éducatifs, technologiques et écologiques à l'augmentation de leur productivité.

Faut-il pour autant renoncer à examiner les bienfaits d'un ordre mondial intégré sur le plan financier? Que deviennent les pays en développement qui commencent à rattraper leur retard lorsque les experts en productivité y appliquent leurs recettes? Ils sont loin de parvenir à l'état d'équilibre. L'intégration aux marchés de capitaux n'est guère utile à ceux qui malheureusement vivent dans un système dysfonctionnel et, par extension, dans une économie terriblement pauvre. Ce n'est pas la panacée que certains prétendent leur offrir. En revanche, il est clair que, pour les pays qui peuvent prendre en route le train de la croissance économique moderne, le financement extérieur devient bien plus important, car ils ont quelque chose qui mérite d'être financé. Nos simulations théoriques conduisent à ce constat, qui est confirmé par des travaux empiriques. Les données montrent que les pays dont la structure institutionnelle est déficiente ont peu à gagner de l'ouverture des marchés de capitaux, mais que ceux qui engagent de sérieuses réformes peuvent en tirer grand profit.

### Les échos du passé

À bien des égards, le XIX<sup>e</sup> siècle offrait un cadre relativement simple où mettre en place une architecture financière internationale pour la première ère de mondialisation : les systèmes démocratiques étaient encore une perspective lointaine, la prédominance de l'orthodoxie financière conjuguée au pouvoir des élites ont accéléré la création d'un marché mondial des capitaux, et des institutions telles que l'étalon-or et l'Empire britannique en plein élargissement n'ont fait que faciliter cette évolution.

De l'entre-deux-guerres jusqu'il y a quelques décennies, le marché mondial des capitaux avait presque entièrement disparu, mais il s'est avéré plus résistant que ne l'avaient prévu beaucoup d'observateurs. Cependant, la renaissance de la mondialisation ne doit pas nous donner l'illusion que tout va de nouveau pour le mieux. Les échos des crises et des défaillances du passé continuent de résonner, et tous les pays devraient s'efforcer d'en tirer les leçons pour ne pas répéter les mêmes erreurs. Les pouvoirs publics commencent à prendre conscience des limites de l'autonomie — dans tous les sens du terme — et des avantages de l'intégration : le monde entier ne peut qu'en profiter. ■

*Alan M. Taylor est professeur d'économie et président honoraire de l'université de Californie (Davis) et chargé de recherche au National Bureau of Economic Research et au Centre for Economic Policy Research.*

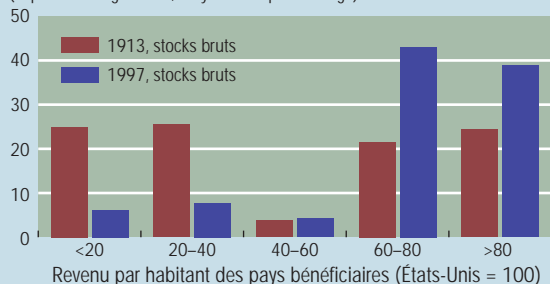
*Cet article s'inspire de l'ouvrage écrit par Alan M. Taylor et Maurice Obstfeld, Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth (Cambridge: Cambridge University Press, 2004).*

Graphique 2

### Qui en profite?

Les capitaux étrangers affluaient dans les pays pauvres avant, mais aujourd'hui ils se dirigent pour la plupart vers les pays riches.

(capitaux étrangers/PIB, moyenne en pourcentage)



Source : Obstfeld and Taylor, 2004.