

Christian Chavagneux<sup>1</sup>

*La stabilité financière internationale est-elle un bien public mondial ?*

De nouvelles approches viennent périodiquement proposer une lecture renouvelée des relations économiques et politiques internationales. Ainsi, à la suite du PNUD (Kaul, Grunberg, Stern, 1999), de nombreux travaux suggèrent d'analyser la coopération internationale comme une offre de « biens publics mondiaux » (BPM). La stabilité de la finance internationale, présentée aujourd'hui comme une priorité de l'ordre du jour des institutions internationales, se trouve alors naturellement incluse dans la liste des BPM à promouvoir.

Cette reformulation de la quête d'une régulation de la finance mondialisée permet-elle de mieux comprendre la nature du problème politique posé et de trouver des solutions économiques efficaces ? L'approche par les BPM, telle qu'elle est développée aujourd'hui, ne répond pas à ces deux objectifs du fait d'une construction contestable de la stabilité financière comme bien public international et d'une vision politique idéaliste qui masque les rapports de pouvoir en jeu.

### **Une construction contestable**

La stabilité financière internationale est qualifiée de BPM par un effet de miroir résultant des effets négatifs pour la croissance mondiale de l'instabilité financière internationale. L'instabilité est présentée comme le résultat d'une défaillance de marché justifiant le besoin d'une intervention publique. Ce qui ne signifie pas qu'elle soit réservée aux seuls acteurs étatiques. Le travail du PNUD reconnaît l'importance de la coopération des acteurs privés dans la fourniture des BPM (1999, p. 459 – 460).

Comment cette défaillance des marchés financiers internationaux s'explique-t-elle ? Charles Wyplosz (1999) en retrace le chemin. A l'origine, on trouve les asymétries d'information, dont la source est tout simplement qu'un prêteur ou un acheteur connaît moins bien la situation réelle des emprunteurs ou des vendeurs à qui il a affaire que ceux-ci ne la connaissent. Il en résulte la possibilité d'une représentation erronée qui finit toujours par se payer par un dysfonctionnement : retrait massif de capitaux, rationnement du crédit, surajustement des taux de change, etc. Ces dysfonctionnements sont la source d'une volatilité excessive des prix des actifs financiers qui représente le véritable « mal public international » à combattre, à cause des coûts élevés qu'elle fait subir à la croissance.

La première question qui se pose est de déterminer dans quelle mesure la période contemporaine est bien marquée par cette volatilité excessive. Après tout, Kindleberger (1994) a montré combien la finance internationale est victime depuis longtemps de ce genre d'instabilité. La mondialisation financière actuelle est-elle plus sujette aux crises qu'avant au point de faire de la stabilité financière un objectif prioritaire de la coopération internationale ? La réponse est oui. Depuis la mort officielle du système de Bretton Woods en 1973 et le passage aux changes flottants, la finance mondialisée a connu deux fois et demi plus de crises que dans la période 1880-1913, marquée elle aussi par une libre circulation des capitaux et un degré élevé de mondialisation financière. Différence supplémentaire, de taille, entre les deux périodes, les déficits élevés de balance des paiements ne donnaient pas lieu il y a un siècle à des retraits de capitaux aussi massifs que soudains, tels qu'on les a connus récemment (Bordo, Eichengreen, Klingebiel, Martinez-Perera, 2001). De plus, cette instabilité, qu'elle naisse au

---

<sup>1</sup> Journaliste au mensuel *Alternatives Economiques* et rédacteur en chef de la revue *L'Economie Politique*.

Mexique, en Asie ou en Russie, a la particularité d'avoir des effets systémiques : d'autres pays, d'autres régions, que celles où elle prend sa source peuvent en être affectés, indistinctement. C'est bien un problème de dimension transnationale.

Comment peut-on expliquer la montée régulière de ces bulles spéculatives ? L'explication traditionnelle, rappelée ci-dessus, s'appuie sur la représentation d'intermédiaires pariant sur le prix d'actifs (taux de change, titres) dont l'évolution résulte des informations macroéconomiques et financières connues à un moment donné, ce que les économistes appellent les fondamentaux. Lorsque le marché fonctionne normalement, l'information fournie par les fondamentaux est bien utilisée par les marchés. A l'inverse, lorsque le marché est défaillant, le prix ne reflète pas l'information disponible, ce qui provoque une volatilité excessive. Mais, dans les deux cas, les anticipations des agents sont le fruit d'une analyse rationnelle qui s'appuie sur les variables fondamentales. Le rôle de l'intervention publique est alors double. Il consiste, préventivement, à assurer la transparence du marché pour éviter les interprétations erronées. Il est aussi d'assurer, en cas de crise, que les risques perçus par les intermédiaires financiers ne surestiment pas les risques réels et, si c'est le cas, d'apporter les fonds nécessaires pour mettre fin à la situation d'incertitude dans laquelle les investisseurs sont enfermés.

On peut discuter cette représentation de deux points de vue. D'une part, si l'on suit l'intuition de Keynes, les prix des actifs qui s'échangent sur les marchés financiers ressortent d'anticipations fondées sur la psychologie du marché plutôt que sur les valeurs fondamentales. Pour reprendre l'exemple de Keynes (1982, p. 168), il ne s'agit pas tant pour les intermédiaires financiers de déterminer ce qu'ils considèrent comme le plus joli visage à partir de leurs propres critères « objectifs » de beauté, mais ce que la moyenne de leurs collègues jugera comme tel. Comme l'a montré André Orléan (1999), ce comportement auto-référentiel est tout à fait rationnel individuellement. C'est celui qui maximise les rendements attendus. Mais il confère une volatilité excessive aux prix des actifs financiers en favorisant des processus de contagion mimétique des anticipations, les acteurs les plus influents entraînant les autres.

Selon cette interprétation, fournir plus d'informations sur les données fondamentales ne change absolument rien au fonctionnement des marchés financiers qui obéissent à une logique où le prix des actifs résulte d'une croyance partagée par les intervenants. L'instabilité de la finance internationale ne résulte pas d'un marché, fonctionnant bien par ailleurs mais dont la défaillance, aux conséquences négatives, peut être contenue par plus de transparence. Elle trouve sa source, au niveau microéconomique, dans la psychologie des différentes catégories d'opérateurs financiers dont le comportement nourrit la formation de bulles spéculatives que la puissance publique ne peut que tenter de gérer ex post. Une gestion des crises qui n'a alors rien de technique mais comporte une dimension extrêmement politique (cf. infra), occultée par l'approche par les BPM.

D'autre part, l'analyse des biens collectifs n'acquiert véritablement son sens que lorsqu'elle permet de réfléchir aux biens dont la production est nécessaire pour permettre au collectif d'exister et qui résultent de son choix. A ce titre, l'approche économique traditionnelle, sur laquelle s'appuie les réflexions autour des BPM, présente généralement la monnaie comme un simple moyen d'échange, quelque chose d'utile qui permet d'effectuer des transactions. Les économistes soulignent ainsi les difficultés à organiser une économie d'échanges sur la base du troc et justifient l'apparition des monnaies comme l'innovation permettant enfin aux activités de commerce de se développer. Pourtant, même si la monnaie comporte une

dimension économique indéniable, l'histoire montre combien le développement de son utilisation a tenu à d'autres causes que des motifs purement économiques (Davies, 1994). La monnaie a été et reste un instrument de lien social. Michel Aglietta et André Orléan (1982, 1998) en font même une forme de lien social par excellence, l'une des expressions fondamentales du rapport d'appartenance qui lie les individus entre eux. Qu'elle prenne la forme d'une dette et d'une obligation de paiement et de remboursement, ou qu'elle soit l'un des symboles d'une communauté politique et sociale, la monnaie comporte des dimensions que la science économique traditionnelle est bien en peine de rendre, elle qui n'offre tout bonnement aucune théorie de la monnaie. Selon la logique développée par ces deux auteurs, le bien qui permet au collectif, et notamment au marché, d'exister, est la monnaie et non pas la stabilité monétaire et financière qui correspond plutôt à une externalité. On voit alors toute la difficulté, selon la logique même de l'approche par les biens publics, à analyser la monnaie et la finance comme des biens publics « mondiaux » reflets d'un sentiment d'appartenance commun à un collectif mondial sans existence.

### **Une vision politique idéaliste**

Pour autant, l'argument d'efficacité pourrait prévaloir. Si la caractérisation de la stabilité financière internationale comme bien public mondial permettait de faire avancer des solutions politiques propres à la promouvoir, un objectif essentiel serait atteint. Ce n'est pas le cas. Car l'approche par les BPM contribue à occulter les rapports de force politiques globaux.

En effet, le recours à l'approche économique néoclassique conduit à qualifier l'instabilité financière internationale de « *problème d'action collective* » (Wyplosz, 1999 : p. 156), ce qui reste peu éclairant. Si l'on applique les recommandations générales du PNUD (1999, p. 450 – 451) à la promotion spécifique d'une coopération internationale en faveur de la stabilité financière, on obtient les trois pistes suivantes :

- créer des liens étroits de coopération entre les espaces nationaux, régionaux et internationaux de régulation financière,
- faire participer la société civile, les gouvernements et les établissements financiers à la définition du contenu de cette coopération,
- développer des incitations pour que tous ces acteurs soient encouragés à promouvoir la stabilité financière.

Difficile de s'opposer à ces souhaits... qui ressemblent pourtant à des vœux pieux. L'approche volontariste du PNUD renoue avec une forme d'idéalisme wilsonien qui rappelle l'effervescence diplomatico-juridique des années vingt (Smouts, 1998 : p. 139). Dans cette perspective, « *les notions de communauté internationale et d'humanité se superposent à celle de société des Etats. La recherche de normes universelles pour le bien être de l'humanité est mise au cœur de la construction normative* » (p.140). C'est oublier que l'instabilité financière mondiale résulte de décisions politiques des acteurs publics et privés assez influents pour écrire les règles du jeu de la finance mondialisée (Strange, 1986, 1998). L'histoire financière contemporaine en est une illustration parfaite et on voit mal comment pourrait soudain émerger une volonté de coopération qui n'a cessé de faire défaut. Pour l'illustrer, on peut retenir, parmi d'autres, trois moments clés qui ont façonné la finance internationale de ces dernières décennies et qui en montrent la dimension politique.

Les accords de Bretton Woods sont souvent présentés comme l'exemple même d'une coopération internationale réussie dont l'on n'ose plus rêver aujourd'hui. Un regard sur le détail des négociations permet de rappeler qu'elles se sont essentiellement déroulées entre

1942 et 1944 et ont surtout été bilatérales, entre la Grande-Bretagne et les Etats-Unis. Comme l'a bien montré Robert Skidelsky (2000), le plan de Keynes n'échappe pas au « souverainisme » et vise principalement à assurer des capacités d'emprunt illimitées aux pays (comme la Grande-Bretagne) à déficits extérieurs, et à forcer les pays en excédents (comme les Etats-Unis) à les dépenser. Le plan White s'efforce de promouvoir une économie ouverte pour casser la puissance commerciale de l'empire britannique et s'appuie sur des négociations qui forcent les britanniques à vendre leurs actifs aux Etats-Unis en contrepartie de l'aide américaine pour financer l'effort de guerre. On le sait, les intérêts américains l'emporteront sur toute la ligne. Le Fonds monétaire international (FMI) naissant n'a alors aucune des caractéristiques souhaités par Keynes et suit les principes du plan White<sup>2</sup>. La naissance des règles du jeu monétaire et financier d'après-guerre devait tout à la volonté du leader hégémonique et peu à une coopération internationale idéalisée. La finance internationale est-elle dominée aujourd'hui par un acteur étatique hégémonique ? Dans quel sens œuvre-t-il ? La stabilité fait-elle partie de ses priorités ? Autant de questions que l'approche par les BPM ne pose pas.

Retournons à l'histoire. Après l'échec de Keynes, la Grande-Bretagne n'a pas dit son dernier mot. En 1957, elle a été à l'origine de l'innovation monétaire la plus importante depuis l'invention du billet de banque : la création du marché des eurodollars. Le développement de ce nouveau marché en dollars américains déposés et prêtés hors des Etats Unis, en dehors du système financier réglementé par l'Etat britannique et des contrôles qui s'appliquaient aux opérations en livre sterling, servait la prospérité des établissements financiers de la City de Londres. Le marché des eurodollars représente la première brèche ouverte dans le système réglementé des opérations bancaires internationales, à partir de laquelle les dollars pouvaient s'échapper pour passer dans un univers monétaire offshore. Ce fut la première étape ouvrant la voie à la libéralisation internationale des mouvements de capitaux que l'on connaît aujourd'hui et au développement accéléré des centres financiers offshore que les institutions internationales tentent aujourd'hui vainement de maîtriser (FMI, 2001). Alors que la régulation des systèmes financiers s'organisaient au niveau de chaque pays et que le système négocié à Bretton Woods n'était pas encore opérationnel du fait de l'inconvertibilité des devises européennes, le marché des eurodollars crée dès 1957 un espace de circulation internationale des capitaux, libre de toute contrainte publique. Une décision politique prise sciemment par la Banque d'Angleterre, en association avec les élites financières de la City, comme l'a remarquablement démontré Gary Burn (1999), pour maintenir le rôle international de Londres après le déclin du rôle de la livre sterling. Le tout au détriment de la maîtrise publique de la finance internationale. On est loin des défaillances de marché...

Un dernier exemple touche à la crise asiatique de 1997 et permet d'illustrer la nature politique des interventions publique en cas de crise. En décembre 1997, la banque centrale de Corée du Sud rencontre de grandes difficultés pour maîtriser la spéculation internationale sur le won. Un premier plan du FMI se révèle inefficace à calmer la spéculation. Seule l'intervention directe du gouvernement américain permettra de maîtriser la situation. Le Trésor coordonne les efforts de la Réserve fédérale et du FMI pour empêcher, à partir d'une surveillance rigoureuse organisée avec les banques centrales des pays du G7, toute sortie de capitaux. Il demande par ailleurs à la Citibank d'être son porte parole auprès du monde bancaire. *« Ainsi, a été créé en quelques jours un mécanisme informel de coordination, initié et supervisé par les autorités publiques du G7, qui ont elles-mêmes accepté le leadership américain.*

<sup>2</sup> On peut rappeler pour l'anecdote que l'ouverture récente des archives a confirmé les rapports établis par le FBI en 1945 à savoir que le négociateur américain Harry Dexter White était à la solde des soviétiques (Skidelsky, 2000). Le FMI a ainsi été créé par un agent du KGB.

*Parallèlement, la participation du secteur privé à la stratégie de moratoire a été obtenue d'abord par l'intervention très ferme des pouvoirs publics, mais aussi par la mobilisation de certaines banques privées, qui ont assumé de fait un rôle de leader ou de primus inter pares »* (Sgard, 1999). Au même moment, l'Indonésie, aux prises avec des difficultés identiques, ne bénéficie pas de la même mobilisation compte tenu de sa faible importance pour les intérêts économiques et politiques américains. L'intervention de la puissance publique en cas de crise prend des formes politiques qui dépassent le simple appel à une coopération internationale de bon sens face à des dysfonctionnement de nature systémique.

On pourrait multiplier les exemples pour souligner cette constatation, triviale, mais que l'analyse par les BPM occulte : la politique compte. Lutter contre l'instabilité financière internationale réclame d'abord une analyse de la dimension politique des transformations récentes de la finance internationale devenue, comme on l'a rappelé plus haut, un espace où la fréquence des crises est particulièrement élevée.

On se trouve alors confronté à des analyses plus complexes où se mêlent acteurs publics et privés, nationaux et internationaux et, peut-on ajouter, licites et illicites (car c'est une autre caractéristique de la finance contemporaine que d'afficher une dimension mafieuse très développée<sup>3</sup>), dans la production de normes hybrides servant en priorité l'accumulation de richesses au détriment de la sécurité financière internationale. Trois conclusions politiques peuvent alors être présentées : il existe une asymétrie entre les États, au profit des Etats-Unis dans leur capacité à écrire les règles du jeu de la finance internationale (passage aux changes flottants, ouverture des frontières pour le financement des déficits publics, décisions des formes d'action en cas de crise) ; tous les États, y compris les Etats-Unis, ont perdu en autorité au bénéfice des acteurs non étatiques qui exercent un pouvoir équivalent ou supérieur dans beaucoup de domaines (domination de la conception des règles prudentielles par les grands acteurs financiers, rôle des centres financiers offshore) ; la perte d'autorité des États ne se traduit qu'en partie par une augmentation de celle des acteurs privés, une partie de l'autorité, en dépit des règles existantes, n'étant plus exercée par personne, développant des zones de non-gouvernance (impossibilité de connaître le niveau de liquidités mondiales disponibles, incapacité à surveiller les établissements financiers internationaux, criminalisation forte de la finance internationale contemporaine).

Face à cette situation, la compréhension des dysfonctionnements de la finance internationale par l'approche des BPM paraît bien faible et de peu d'utilité.

---

<sup>3</sup> Un domaine sur lequel l'approche par les BPM ne dit rien.

## Bibliographie

- Aglietta M. et A. Orléan (1998), *La monnaie souveraine*, Odile Jacob.
- Aglietta M. et A. Orléan (1982), *La violence de la monnaie*, PUF.
- Bordo M., B. Eichengreen, D. Klingebiel et M. S. Martinez-Peria (2001), « Is the Crisis Problem Growing More Severe ? », *Economic Policy*, n°32, avril.
- Burn G. (1999), « The State, the City and the Euromarkets », *Review of International Political Economy*, vol 6, n°2, summer.
- Davies G. (1996), *A history of money from ancient times to the present day*, University of Wales Press.
- Kaul I., I. Grunberg et M.A. Stern (Dir) (1999), *Global Public Goods*, PNUD, Oxford University Press.
- Keynes J.M (1982), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Petite bibliothèque Payot.
- Kindleberger C. (1994), *Histoire mondiale de la spéculation financière*, éd. P.A.U.
- Sgard (1999), « Comment contrôler une panique : le won coréen en 1997 », *L'Economie Politique*, n°2, 2<sup>ème</sup> trimestre.
- Skidelsky R. (2000), *John Maynard Keynes, Fighting for Britain, 1937-1946*, MacMillan.
- Smouts M-C. (Dir) (1998), *Les nouvelles relations internationales. Pratiques et théories*, Presses de Sciences Po.
- Strange S. (1998), *Mad Money*, Manchester University Press.
- Strange S. (1986), *Casino Capitalism*, Blackwell Publishers.
- Orléan A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob.
- Wyplosz C. (1999), « International Financial Instability », in I. Kaul, I. Grunberg et M.A. Stern (Dir), *Global Public Goods*, PNUD, Oxford University Press.