

Finances internationales en perspective

*La seconde moitié du siècle
comparée à l'entre-deux-guerres*

Charles P. Kindleberger

Massachusetts Institute of Technology

On peut décrire les transformations dans les finances internationales tout au long du xx^e siècle de différentes manières : d'un mouvement de l'étalon-or et de l'étalon-dollar vers les taux flexibles ; de la domination du négoce dans le commerce international à celle des mouvements de capitaux ; d'une perte d'importance des frontières nationales et des interventions gouvernementales avec une hausse des échanges internationaux par rapport au commerce national ; d'un changement des relations personnelles stables entre les membres des personnels des sociétés non financières et financières à des relations changeantes et hautement compétitives basées sur les prix ; d'un élan vers des liquidités nationales accrues, étant conscient des occasions de réaliser de plus grands bénéfices dans d'autres pays, bénéfices en proportion des risques courus ; le développement de nouveaux instruments financiers, s'étendant sur de bien plus nombreux laps de temps.

Ce changement pourrait être résumé comme un glissement de peu d'actifs accompagnés de liquidités restreintes vers de très nombreux instruments financiers, beaucoup plus liquides, et d'horizons étroits vers une vision englobant le monde entier. Durant ces transformations, les finances sont devenues plus volatiles par certains aspects, et plus stables par d'autres. J'illustrerai mon propos de brèves anecdotes tirées de la période de l'entre-deux-guerres, et postérieures à la Seconde Guerre mondiale.

Les années de l'entre-deux-guerres se départagent naturellement autour de 1925, 1929, 1933 et 1936.

1925 a marqué la fin du douloureux rétablissement consécutif à la Première Guerre mondiale, une période de réparations et de dettes de guerre impayables, de dépréciation du change, d'un afflux de capitaux hautement spéculatifs vers l'Allemagne et l'Europe de l'Est, dans l'espoir que leurs monnaies retrouvent leurs parités d'avant-guerre ; du chaos de l'hyper-inflation en Allemagne, et, finalement, de la stabilisation, successivement, du nouveau Reichsmark, de la livre sterling (à sa parité d'avant-guerre), du franc français déprécié et de la lire italienne. Le Plan Dawes de 1924 qui créa le Reichsmark,

fut un tournant dans les mouvements de capitaux à long terme. Pendant et immédiatement après la guerre, il y eut des prêts inter-gouvernementaux, augmentant ainsi les dettes de guerre, et quelques prêts faits aux gouvernements par des institutions privées, et notamment parmi ces derniers, le prêt de stabilisation de 100 millions de dollars US que J.P. Morgan accorda à la France, prêt qui permit au gouvernement de coincer brièvement les spéculateurs à découvert sur le franc. Le Plan Dawes renfermait les clauses d'un prêt de 800 millions de Reichsmark en faveur de l'Allemagne, partagé entre de nombreux marchés de capitaux. La tranche américaine de 110 millions de dollars US, plus de la moitié du total, fut souscrite à plus de 10 fois son offre, et donna lieu à une explosion de prêts étrangers faits au monde entier par des sociétés financières américaines peu accoutumées à ce métier. En Amérique latine, on appela le raz de marée de ces prêts « la danse des millions ». Les défauts de paiement généralisés dans les années 30 soulignent que la qualité des prêts américains s'était nettement détériorée après 1924. Parmi les plus grands emprunteurs figuraient le gouvernement allemand et les municipalités allemandes, qui cessèrent le service de la dette en 1931 lors du moratoire.

12

La vague des prêts étrangers fut stoppée au printemps 1928 par le début d'un « boom » à la Bourse de New York, détournant l'attention de l'extérieur vers l'intérieur, et des obligations vers les actions. Une courte reprise des souscriptions d'obligations étrangères eut lieu dans le second quart de 1930 après l'effondrement de la Bourse en octobre 1929, mais cette reprise ne put être maintenue. Lorsque les prêts à long terme furent stoppés, quelques emprunteurs, comme l'Allemagne, se replièrent sur les prêts à court terme auprès des banques de Londres et de New York. L'Australie, la Nouvelle Zélande, l'Argentine et l'Uruguay ne purent faire de même, à cause de la structure différente de leurs emprunts effectués à Londres. Au lieu d'émettre à l'origine des obligations à l'étranger et d'en percevoir le montant sur une période donnée, d'une manière caractéristique ils empruntaient au-delà de leur crédit, et s'acquittaient de leur dette lorsque leur découvert était trop important, avec le montant de leurs emprunts à long terme. Lorsque le marché des obligations à long terme se tarit, ils étaient déjà endettés et furent donc obligés de dévaluer leurs monnaies.

L'effondrement de la Bourse de New York en octobre 1929 fut accéléré par la révélation de l'escroquerie Hatry à Londres en septembre, ce qui y serra les taux d'intérêt, rapatria les fonds londoniens vers les prêts aux agents de change de New York, d'où l'élévation des taux d'intérêt, entraîna une liquidation des valeurs qui s'emballa. Les prix mondiaux des matières premières avaient doucement baissé depuis le point culminant d'après guerre en 1925, mais le krach de la Bourse leur fit faire un plongeon abrupt. A cette époque, à quelques exceptions près, telles le sucre, les matières premières importées par les Etats-Unis étaient expédiées en dépôt vers New York pour être vendues à leur arrivée. Les acheteurs étaient, en règle générale, des courtiers en marchandises, dont le crédit dépendait des banques new-yorkaises. Toutefois, après le krach, ces banques se trouvèrent figées, en

essayant de reclasser les prêts accordés aux agents de change, les garanties de ces prêts étant laminées par la chute des prix en Bourse. Sans crédit disponible, les matières premières furent écoulees à la baisse sur le marché, et leur prix dégringola, celui des matières premières importées chutant encore plus bas que celui des matières premières exportées. Avec le déclin des prix, la valeur des importations tomba, et en cascade, ce fut la chute de la valeur des exportations des pays étrangers. Ce qui différencie notablement le krach boursier de 1929 de celui de 1987, est que ce dernier ne se communiqua pas aux prix des matières premières ou au commerce extérieur.

Une autre suite importante du krach boursier fut « une course à la qualité » des investissements. Les taux d'intérêt se rétablirent rapidement après le krach, retrouvant leurs niveaux d'avant le « boom », dès janvier 1930. Toutefois, ce mouvement se limita aux obligations de sociétés de première catégorie et aux titres d'Etat. Les emprunts de qualité inférieure continuèrent de voir leur cote baisser. La première crise bancaire de novembre et décembre 1930 fut le résultat de la chute des prix des matières premières et des valeurs de seconde et troisième catégories, y compris des obligations de sociétés et de municipalités, et des prêts hypothécaires. La première course à la qualité fut manifeste pour les obligations étrangères en mars 1930, la seconde pour les valeurs nationales en septembre.

La dépression des années 30

13

Le déroulement de la dépression au début des années 30 est bien connu. Tandis que les prix des matières premières et des valeurs en Bourse s'effondraient, les banques, en Europe comme aux Etats-Unis, se trouvèrent « sous pression », et le capital rechercha la sécurité. En juin 1930, le plan Young d'aide au transfert des réparations de guerre allemandes arrivait tout juste à se mettre en place. En mai 1931, le Kreditanstalt autrichien, une banque de premier plan, dut fermer après avoir échoué dans l'obtention d'une aide internationale, entamant ainsi un dénouement des crédits à court terme. Cela conduisit au moratoire accordé à l'Allemagne en juillet 1931, à l'abandon de l'étalon-or par la Grande-Bretagne en septembre, ainsi que par le Japon à la fin de la même année. L'Argentine exceptée, les pays d'Amérique latine cessèrent les remboursements de leurs emprunts étrangers, ceci, dans certains cas, comme en Colombie, après qu'une importante dévaluation ait augmenté le coût en monnaie nationale du service de la dette. Le tarif douanier Hawley-Smoot, en juin 1930 aux Etats-Unis, avait entraîné en retorsion une vague de protectionnisme, et accéléra la spirale du déclin du commerce mondial. La propagation de l'effondrement des valeurs boursières aux matières premières puis au marché immobilier aux Etats-Unis y provoqua une vague de faillites bancaires qui finalement obligèrent les Etats-Unis à abandonner l'étalon-or en avril 1933. A la longue, et malgré des mesures prises pour limiter la fuite des capitaux, et pour soutenir les prix des matières premières, le bloc-or constitué par la France, la Belgique, les Pays-Bas et la Suisse, abandonna l'étalon-or en septembre 1936 (la Belgique en 1935), sous

couvert d'un Accord Monétaire Tripartite entre la France, le Royaume-Uni et les Etats-Unis.

Les années s'étendant de 1936 au déclenchement de la guerre en 1939 furent le témoin d'une désintégration supplémentaire de l'économie mondiale, pour le commerce comme pour les finances. De nombreux pays tentèrent de soutenir les exportations de biens d'équipement par des prêts gouvernementaux. En Grande-Bretagne, on mit en place un Département des garanties des crédits-export ; aux Etats-Unis, ce fut une Banque Import-Export, et en France un organisme semblable, la COFACE. Ils continuèrent à fonctionner après la Seconde Guerre mondiale, en raison de la différence de taux dans les finances du négoce privé, entre les crédits à court terme et les emprunts obligataires à long terme. Egalement après la guerre, la République fédérale d'Allemagne mit sur pied une institution semblable, la Kreditanstalt für Wiederaufbau (agence de crédit pour la reconstruction).

Néanmoins, les efforts pour le maintien ou l'expansion du crédit international étaient limités. Quelques liens particuliers se maintinrent dans les régions et zones monétaires, le Canada empruntant à long terme aux Etats-Unis, d'autre part le relèvement britannique se fondant sur un « boom » du logement, débordant jusqu'en Scandinavie par le biais d'importations accrues. Les accords de compensation avec l'Allemagne ont permis de continuer quelques échanges commerciaux avec l'Europe du Sud-Est et l'Amérique latine. Avec la déclaration de guerre en septembre 1939, tout effort pour réanimer le commerce et les finances internationales prit fin.

La planification de « temps de guerre » aux Etats-Unis suscita la décision de bâtir une économie mondiale plus libérale quand vint la paix, tout particulièrement dans le commerce et la gestion du cours des changes. On accorda moins d'attention à la reprise des mouvements de capitaux internationaux, et les accords de Bretton Woods en 1944 tolérèrent et en fait, approuvèrent les contrôles de capitaux. On pensait si désespérément à rétablir les prêts privés qu'une banque mondiale fut créée pour distribuer des fonds quasi gouvernementaux là où le besoin s'en faisait sentir. Pour aider au rétablissement des économies mondiales après la guerre, on créa des agences des Nations unies pour le secours et la reconstruction (UNRRA), la reconstruction et le développement économique (BIRD ou Banque Mondiale), et la stabilisation monétaire (FMI : Fonds Monétaire International), pour stabiliser le cours des changes et financer à court terme les balances des paiements en déséquilibre). Ce programme mit du temps à démarrer, si bien que d'autres aides furent nécessaires : secours militaire ; augmentation de capital pour la Banque Import-Export américaine ; un prêt britannique basé sur le principe des monnaies de référence selon lequel on devait stabiliser les monnaies mondiales selon un ordre d'importance décroissant ; et au final, un secours post-UNRRA, Interim Aid (Aide provisoire), et le Plan Marshall. La Banque Mondiale et le FMI ne participèrent pas au redressement européen ou japonais, à l'exception d'une ou deux avances d'urgence, en légère dérogation avec les articles de l'accord.

Une particularité financière du Plan Marshall fut l'Union Européenne de

Paiements, créée, après deux faux départs, comme un moyen de restaurer au moins une convertibilité limitée entre les pays les plus avancés d'Europe occidentale, c'est-à-dire une convertibilité en d'autres monnaies, si elles ne l'étaient pas en dollars. A la différence des accords de Bretton Woods, qui ont été pratiquement dictés par Harry D. White, très ferme sous-secrétaire au Trésor américain, lorsque l'attention mondiale en ces temps de guerre était ailleurs, les règles de l'Union Européenne de Paiements furent négociées à la suite d'un dur marchandage entre les bénéficiaires du Plan Marshall, particulièrement entre un pays en perpétuel excédent commercial (la Belgique) et la déficitaire Grande-Bretagne qui espérait restaurer sa domination sur les finances mondiales. Après sa fondation en juin 1950, l'Union connut une série de crises dont elle triompha l'une après l'autre jusqu'à ce que, avec la libre convertibilité en 1958, elle soit à vrai dire liquidée, bien qu'officiellement lui succédât un accord monétaire européen de portée limitée. Sujet d'un livre paru en 1989, écrit par deux de ses hauts fonctionnaires, Jacob J. Kaplan (un Américain), et Günter Schleiminger (un Allemand), l'entreprise fut une remarquable réussite et d'un continuel marchandage, appuyé par des investissements américains en dollars qui pouvaient circuler entre les participants.

La Banque Mondiale mise en place à Bretton Woods se développa progressivement en taille, par augmentation de capital, et en prestige, mais limita la plupart de ses opérations en conseils et en prêts aux pays en voie de développement. D'autres fonds régionaux gouvernementaux furent créés dans les mêmes buts : une Banque de développement inter-américain, une Banque de développement de l'Asie, une pour l'Afrique, et en relation avec le Marché Commun européen fondé par le Traité de Rome en 1957, un Fonds social européen, afin que les régions limitrophes de l'Europe, durement éprouvées par les forces centripètes du marché, puissent bénéficier de subventions ; enfin une Banque européenne d'investissement. En 1990, on approuva la création d'une Banque Européenne pour la Reconstruction et le Développement, prête à intervenir en Europe de l'Est depuis la révolution économique.

Petit à petit dans les années cinquante, les prêts internationaux privés, qu'on avait cru devoir rester moribonds, se rétablirent. De nombreux pays et organismes gouvernementaux, conduits par les Scandinaves, émirent des obligations à New York, dont une large part fut acquise par des investisseurs européens. Des valeurs spécialisées furent vendues à la Communauté juive des Etats-Unis, tout d'abord au profit de la Palestine, puis pour l'Etat d'Israël. Celles-ci avaient une substantielle composante charitable. Les emprunts effectués par les Canadiens aux Etats-Unis reprenaient la base de forts liens régionaux et sentimentaux entre les deux pays, si forts à la vérité que certaines compagnies d'assurance américaines qui, par habitude, achetaient des obligations canadiennes avaient des polices contre les investissements « étrangers ». Londres s'apprêtait, en principe, à prêter dans la zone sterling, mais elle lui assigna d'abord une priorité si éloignée dans la liste des emprunteurs que l'Australie et la Nouvelle Zélande se tournèrent vers New York.

Les origines des investissements américains directs remontent au milieu du XIX^e siècle. Ils reprirent dans les années 1890 et furent particulièrement florissants dans les années 20. La théorie économique a établi que le motif n'en était pas tant les capitaux bon marché aux États-Unis, qu'un avantage accordé à une branche industrielle ou aux compagnies privées dont les « bénéficiaires » pouvaient être mieux protégés par une production extérieure, plutôt que d'exporter ou d'accorder des licences technologiques. Dans une certaine mesure, les compagnies établirent des « usines tarifaires » à l'étranger, « protégées » par des murs de tarifs douaniers qui rendaient peu rentables les exportations, mais les investissements directs apparurent surtout dans les produits innovants afin d'empêcher les limitations, et de se placer avant la concurrence potentielle. Une nouvelle vague d'investissements faits par des sociétés « allant vers l'international » surgit après le redressement économique de l'Europe dans les années 50, en particulier alors que les coûts de gestion diminuaient, grâce aux communications internationales, facilitées par l'usage du téléphone et des avions à réaction.

Dans les années 70 et surtout dans les années 80, un mouvement inverse se produisit lorsque les sociétés européennes et japonaises investirent aux États-Unis. De plus, de nombreuses sociétés américaines, sous la pression du service de la dette contractée en reprenant d'autres sociétés, ou en résistant à une OPA, vendirent leurs filiales étrangères, ou même nationales, à des étrangers. Les deux mouvements apportèrent des capitaux étrangers aux États-Unis, et réduisirent la domination des entreprises américaines dans le classement des multinationales.

Les années 60

Tandis que les mouvements de capitaux privés s'accroissaient dans les titres et les investissements directs, le déficit américain dans l'aide internationale et le compte-capital à long terme en vint progressivement à dépasser l'excédent des comptes courants du commerce et des services, y compris les intérêts et dividendes. A la fin des années 50, les analystes économiques développèrent le concept d'une « balance des paiements courants » dans laquelle les augmentations des engagements à court terme aux étrangers étaient comptabilisées au même titre que les pertes en or, sous prétexte que les étrangers pourraient un jour choisir de les convertir en or. Robert Triffin mit en garde contre un tarissement mondial des liquidités qui se produiraient lorsque les États-Unis corrigeraient leur déficit monétaire, et qu'on n'approvisionnerait plus en dollars les réserves mondiales. La production mondiale d'or était limitée, et la majorité de l'or produit ne s'écoulait pas dans les réserves des banques centrales, mais pour un usage et des réserves privées. Ces idées finirent par être acceptées dans les cercles officiels de Washington, et, à commencer par le Président Eisenhower, à l'automne 1960, la politique américaine fut orientée afin de corriger le déficit, dans une large mesure en restreignant la fuite extérieure des capitaux à long terme. Une Taxe d'Égalisation des Intérêts fut appliquée en 1963 pour augmenter le coût des prêts obligataires à l'étranger, et fut bientôt étendue aux prêts des banques

étrangères. En 1964, le Président Johnson fit appel au Programme de Restriction Volontaire du Crédit, appliqué aux investissements directs à l'étranger, et en 1968 au Programme de Contrôle Obligatoire. Aucun de ces efforts ne produisit de résultats significatifs, car il y avait trop de conduits par lesquels les capitaux américains pouvaient fuir vers des taux d'intérêt plus élevés et des zones de profits étrangères. Les entreprises faisant des bénéfices à l'étranger purent les conserver « outre-mer » avec le même effet que s'ils y avaient investi de l'argent frais. Les réglementations devinrent de plus en plus complexes sous l'administration démocrate, sans accroître leur efficacité, et lorsque le président républicain Richard Nixon prit son poste, le programme fut abandonné.

D'autres propositions pour régler le problème des liquidités mondiales inclurent l'augmentation du prix de l'or. Triffin proposa la création d'un nouveau « étalon-papier » international pour remplacer à la fois l'or et le dollar dans les réserves des banques centrales. Une minorité estima que la définition de la liquidité d'un déficit global de la balance des paiements était trompeuse : lorsque le monde entier avait besoin de réserves, il en empruntait aux Etats-Unis et soutenait la balance. Certains emprunts étaient destinés à la formation de capital, d'autres essentiellement pour accroître les liquidités. Le souci à propos de ce qui pourrait arriver lorsque les Etats-Unis corrigeraient leur « déficit » fut sans fondement, car, comme n'importe quelle banque, les Etats-Unis fournissaient des liquidités au monde entier en prêtant à long terme et en empruntant à court terme. Il n'y eut aucune diminution des liquidités mondiales, pas plus que la moindre perspective d'en voir une.

17

Aucune de ces idées ne tenta les Français, pas plus les officiels tels que le Président de Gaulle, qui croyait que les Etats-Unis acquéraient de « bons avoirs » avec des dollars sous-évalués, que Jacques Rueff, un économiste renommé. En 1965, lorsque De Gaulle revint aux affaires, la Banque de France entreprit un programme de conversions régulières considérables des dollars en or, comme pour imposer une discipline aux Etats-Unis. L'effort dut être stoppé en 1968 lorsque les événements de mai et juin n'entraînèrent pas seulement la démission de De Gaulle, mais également une fuite des capitaux hors de France, capitaux qui durent se monnayer en or ou en dollars.

Il convient de noter que dans les années suivantes, les autorités françaises achetaient de l'or lorsque la France avait un excédent, mais empruntaient des dollars par le biais des banques nationalisées françaises, quand il allait y avoir un déficit ; finalement, en agissant ainsi, elles bâtirent un endettement substantiel en dollars et d'importantes réserves en or. Cela représente une politique de spéculation qui fut couronnée de succès aussi longtemps que le prix de l'or avait grimpé plus haut dans les années 70 et 80, que celui du dollar exprimé en francs français. Cependant, sur le long terme, il peut s'avérer difficile pour quelque pays que ce soit de se défaire de larges montants d'or sans se déprécier notablement le prix, qui se situait déjà à 360 dollars l'once, bien en dessous de son pic de 850 dollars. Le prix du dollar a été hautement volatile, il est vrai, mais posséder de l'or et devoir des dollars mirent la France, sur ces deux marchés, face à un effet de levier très important.

En 1965, l'administration Johnson aux Etats-Unis entreprit de soutenir la proposition de Triffin, d'un nouveau support-papier de réserve pour les banques centrales, les Droits de tirage spéciaux, mais plus comme un supplément pour l'or et les dollars, que comme un remplacement. On discuta beaucoup de la nature de ces avoirs ou de ces crédits. Une ambiguïté dans la position des Etats-Unis fut que les DTS devaient être d'une valeur équivalente à l'or, pas meilleure que celle du dollar, et les deux à la fois quand le dollar était moins bon que l'or. Il n'était pas clair pour tout le monde que les DTS devaient fournir des liquidités pures, c'est-à-dire devaient constituer des avoirs à conserver plutôt qu'à dépenser, ou seraient utilisés, ainsi que le cherchaient les pays en voie de développement, à augmenter leurs capacités d'importation. Les pays en voie de développement se singularisèrent des pays financièrement avancés, eux-mêmes inquiétés par la détention des liquidités, dans le cas d'une possible crise financière. Les pays développés, syndiqués dans le Groupe des Dix à la Banque Mondiale, étaient intéressés par des liquidités destinées à être disponibles lors d'une crise financière ; les pays en voie de développement voulaient des fonds à dépenser. Des raisons politiques rendirent impossible la création d'avoirs, et la distribution de ces derniers exclusivement aux membres du G-10, ou en premier lieu aux Etats-Unis qui avaient le problème de liquidité principal, et d'omettre les autres. Après quelques distributions, et avec l'adoption des taux de change flottants, qui étaient censés résoudre d'une autre manière le problème mondial de la balance des paiements, on laissa les DTS dépérir.

18

Les emprunts français ci-dessus mentionnés ne furent pas souscrits à New York, mais sur le marché des euro-obligations. Ceci se développa à partir d'un soi-disant euro-marché pour les emprunts à court terme qui apparut de façon accidentelle et imprévue. Il est de quelque intérêt pour les économistes de comparer les organismes qui évoluent dans des voies darwiniennes, tels que le Marché des monnaies européennes, et ceux qui ont été minutieusement prévus, tels que la Banque Mondiale et le FMI. La Banque et le Fonds, en fait, après leur inaction initiale, en réserve, durant le Plan Marshall, évoluèrent et en taille et en fonction, par une série de changements de pratiques.

L'Euro-marché naquit d'une divergence entre le taux d'intérêt des dépôts à terme aux Etats-Unis, accordés aux déposants américains, et ceux accordés aux étrangers. On pouvait faire du profit en déplaçant les dépôts en dollars de New York à Londres dans des banques qui les conservaient en dollars redéposés à New York. L'un des tout premiers détenteurs étrangers de dollars à Londres fut l'Union soviétique qui avait besoin de dollars pour commercer, mais voulait qu'ils soient en dehors de la juridiction américaine. Les autorités britanniques tolérèrent l'existence de fonds autres qu'en livres sterling, détenus dans des banques britanniques et étrangères à Londres, sans éprouver le besoin d'exercer une surveillance. En se développant, le marché de l'euro-dollar fut un marché de gros, avec des dépôts minimum de 25 000 dollars, et des emprunts de 1 million de dollars ou plus. A la longue, des marchés semblables de monnaies autres que le dollar (et la livre sterling) naquirent, autant pour les dépôts que pour les emprunts obligatoires. A la

quasi-fermeture de la distribution du crédit aux Etats-Unis en 1966 et particulièrement en 1969, les banques américaines empruntèrent sur le marché de l'euro-dollar pour augmenter les réserves bancaires aux Etats-Unis. A ce stade, les dépôts en dollars effectués en Europe étaient équivalents, au dollar près, aux fonds déposés à New York, rapportant légèrement plus que les dépôts locaux, si bien qu'un emprunt fait à Londres par une banque américaine se traduisait simplement par un transfert d'une autre banque américaine, et que les réserves globales des banques US n'en étaient pas affectées.

Néanmoins, en 1970, un changement significatif survint, lequel augmenta les liquidités mondiales. Sous la direction d'Arthur F. Burns au Federal Reserve Board, on essaya d'aider à la réélection du Président Nixon en abaissant les taux d'intérêt afin de stimuler l'économie américaine. Cela se passa au moment où la Bundesbank resserrait les taux d'intérêt pour essayer de limiter l'inflation en Allemagne. Les fonds s'enfuirent de New York vers la place intermédiaire de Londres. Là, d'abord les multinationales américaines puis les entreprises allemandes, refinancèrent leurs emprunts allemands en empruntant des dollars à Londres. Ces sommes furent livrées à la Bundesbank contre des Deutschemark servant à repayer les banques allemandes, et la Bundesbank redéposa ces fonds sur le marché de l'euro-dollar, donnant à ce marché l'opportunité d'élargir davantage ses opérations. Les taux d'intérêt baissèrent à Londres, les liquidités s'accrurent, et les banques mondiales les plus engagées sur l'euro-dollar entreprirent de trouver de nouveaux débouchés pour leurs prêts. Ainsi qu'aux toutes premières occasions, y compris le succès inattendu de l'emprunt Dawes en 1924, leurs yeux se posèrent sur l'Amérique latine. Une vague de prêts à ces pays donna le départ au problème de dette du Tiers Monde dans les années 80, plus d'un an avant la hausse du prix du pétrole arabe en novembre 1973. Lorsqu'elle advint, le chemin avait été exploré, et les importants profits pétroliers de l'OPEP étaient déposés sur le marché de l'euro-dollar en attendant leur dispersion finale, et réinvestis. Les pays importateurs de pétrole empruntèrent aux banques mondiales afin d'acheter du pétrole dans ce que l'on s'est mis à appeler le recyclage des pétrodollars ; les pays producteurs et exportateurs de pétrole tels que le Venezuela, le Mexique et le Pérou empruntèrent pour augmenter la production et tirer avantage des nouveaux prix élevés. Le monde fut inondé de dollars.

19

L'énorme montant de dollars créé par les processus que nous venons de décrire conduisit les Etats-Unis à supprimer la convertibilité du dollar en or pour les banques centrales. On avait abandonné plus tôt, en 1968, le soutien du marché privé de l'or de Londres. A l'été 1971, avec la reconnaissance d'un sérieux déclin des comptes-courants de la balance des paiements américains, les Etats-Unis décidèrent de dévaluer le dollar, ce qui fut fait au Smithsonian Institute (Washington, D.C.), en décembre. La fuite des capitaux hors des Etats-Unis et vers la République fédérale fut cependant durement touchée, et au printemps 1973, la Bundesbank cessa de maintenir le Deutschemark à la baisse par rapport au dollar, inaugurant ainsi un régime de taux de change flexible.

LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

Les économistes avaient longtemps pensé que le taux de change flexible inhiberait le flux international de capitaux, sauf pour les fonds spéculatifs, à cause du risque de change. Ou les emprunteurs, ou bien les prêteurs devraient prendre un risque de change, et parfois les deux à la fois. Dans un monde ennemi du risque, cela découragerait l'emprunteur, ou le prêteur, à cause du risque d'avoir à payer plus, ou de recevoir moins que le montant initial, à l'échéance du crédit. Ce jugement s'avéra faux. Les étrangers continuèrent à emprunter des dollars, et les Américains à acheter des monnaies étrangères pour investir, pas seulement pour être à découvert sur le dollar, ou à couvert sur les monnaies étrangères, mais aussi parce que l'on estimait que le risque de change sur les monnaies étrangères était moins significatif que les différences de taux en retour. Les principaux marchés monétaires restèrent extrêmement liquides, les capitaux coulèrent à flots : les balances des paiements et les taux de change furent poussés par le compte capital, plus ou moins sans tenir compte des principes de base des niveaux de prix ou des changements dans le revenu national qui régulaient les comptes-courants.

20

Le tournant majeur suivant pour les finances internationales survint à la fin des années 70 et au début des années 80 lorsque la guerre Iran-Irak produisit une seconde sévère augmentation des prix du pétrole, de 10-12 dollars le baril à 30 dollars, avec des pointes occasionnelles plus élevées. Cela stimula un boom dans les zones productrices de pétrole, particulièrement le Mexique, le sud-ouest des États-Unis — y compris le Texas, l'Oklahoma et la Louisiane — et l'ouest du Canada. La menace d'inflation qui en résulta mena la Réserve fédérale, sous la présidence de Paul Volcker, à une tentative de restriction en resserrant les crédits, produisant une sévère récession en 1981. Le Mexique se montra incapable d'assurer le service de sa dette, révélant en août 1982 qu'on avait prêté aux pays du Tiers Monde d'une manière excessive. Dans la crise qui s'ensuivit, des négociations furent conduites sporadiquement jusqu'à la fin de la décennie, avec un débiteur majeur et un autre. Les banques prêtèrent les intérêts dus en même temps qu'ils s'ajoutaient à la dette, accordèrent des délais temporaires de paiement, transformèrent la dette en capitaux propres pour un montant limité. Les gouvernements annulèrent une grande partie de la dette des pays pauvres, proposèrent des moratoires et de nouveaux prêts bancaires. Une foule de propositions d'ajustement de la dette fut mise en avant par de hauts fonctionnaires gouvernementaux, des organismes de recherche et des personnes privées. Le réalisme se manifesta en mai 1987, quand la Citicorp, l'une des premières banques prêteuses, passa 3 milliards de dollars de prêts à l'étranger au compte de pertes et profits. A la longue, le problème de la dette du Tiers Monde quitta la scène centrale, cédant la place à la crise des Caisses d'Épargne aux États-Unis, ci-dessous décrite.

L'énorme volume de capitaux liquides continuant à s'échanger entre les principales monnaies, produisit des mouvements dans les cours des changes qui dépassèrent des niveaux d'équilibre généralement prévus. Le dollar monta sans arrêt de 1982 à février 1985, alors que les taux d'intérêt élevés et un

« boom » de la Bourse attirèrent les capitaux étrangers, ceci malgré un large déficit de la balance des paiements courants. Par la suite, le dollar déclina jusqu'en septembre 1987, quand les ministres des finances des principaux pays développés se rencontrèrent à New York au Plaza Hôtel, pour s'accorder sur la nécessité de démarches, dans le but de stabiliser les monnaies. L'administration Reagan avait compté sur le marché pour parvenir aux résultats désirés par des négligences bénignes. En 1987, toutefois, il devint évident qu'un cours des changes « donnant de la bande » était une entrave aux affaires, quelque profitable qu'il soit pour le commerce bancaire dans les échanges extérieurs.

Le mouvement de stabilisation des cours du change progressa plus rapidement en Europe que dans le reste du monde, alors que la Communauté Economique Européenne après plusieurs faux départs, contraignit le Système Monétaire Européen dans la voie de l'intégration monétaire, c'est-à-dire une seule monnaie européenne, ou du moins des cours fixés, et une seule Banque centrale, ou du moins une structure fédérale incluant les banques centrales nationales. Aux yeux de beaucoup, l'Ecu (*European Currency Unit*) en projet, ce sigle étant également le nom d'une ancienne pièce française, ressemblait au Deutschemark rebaptisé, comme lorsqu'à l'Unification Monétaire allemande dans les années 1870, le Thaler prussien devint la monnaie nationale, remplaçant le nom de l'unité monétaire de Hambourg, le mark. Aux premiers stades du développement de SME, il y eut de fréquentes mais petites dévaluations parmi les monnaies constitutives, quand l'inflation dans un pays ou un autre montait plus vite que la moyenne prévue, et qu'ils développaient une balance des paiements déficitaire. Graduellement les dévaluations diminuaient et furent moins fréquentes, la coordination des politiques monétaires et fiscales allant s'améliorant. Les progrès se montrèrent suffisamment rapides, en fait, pour que la Grande-Bretagne, sous son Premier ministre M^{me} Thatcher, tente de ralentir le processus, et même l'Allemagne de l'Ouest et la France parurent hésiter. A la fin de 1989 et au début de 1990, la révolution en Europe de l'Est et la perspective de l'unification monétaire de l'Allemagne de l'Ouest et de l'Allemagne de l'Est détourna l'attention des avances monétaires européennes et les mit en attente.

La hausse de l'euro-marché et des euro-obligations, celle des prix du pétrole, les « boom » de la Bourse de New York, du marché immobilier, de la construction de bureaux, de centres commerciaux, de l'immobilier de copropriété de luxe entraînèrent une quasi-frénésie d'activité financière aux Etats-Unis, qui s'étendit au monde entier. Les banques américaines créèrent des agences à l'étranger pour accompagner les multinationales américaines, afin de prêter et d'emprunter sous des climats moins réglementés. Toutefois, un mélange de différences culturelles et de réglementation rendit difficile l'accès aux marchés financiers japonais. Avec la demande de capitaux, gonflée par les déficits gouvernementaux, les banques étrangères et les sociétés d'investissement vinrent aux Etats-Unis, en particulier pour travailler avec leurs importantes économies, et l'excédent commercial japonais, sur le marché des obligations du Trésor américain. Dans leur pays et à l'étranger, les

banques développèrent à la fois de nouveaux produits, et la « titrisation » des instruments bancaires tels que hypothèques, crédits destinés à l'acquisition d'automobiles, crédits à amortissements constants, et au Royaume-Uni les crédits-export, formant un tout, et ensuite détaillés aux investisseurs. Les fonds communs de placement (FCP) prirent de l'importance, autant en actions qu'en instruments monétaires. Tandis que la diversification internationale se déployait aux Etats-Unis, on créa des FCP spéciaux afin d'investir en actions étrangères, parfois dans plusieurs pays, parfois dans un seul. Un usage se développa consistant à émettre des obligations, de qualité inférieure à celle des investissements — dénommées *junk-bonds* « obligations pourries » — servant à financer les OPA d'une entreprise sur une autre, grâce aux LBO et les fusions ou les acquisitions. Les « obligations pourries », dans un rapport remis par les experts de dix Banques centrales, publié par la Banque des Règlements Internationaux, fournirent une saisissante illustration d'une généralisation de ce que les innovations dans les marchés financiers tendaient à être sous-évaluées au départ, et par conséquent, on en abusait.

Les investisseurs institutionnels

Une innovation financière aux Etats-Unis — les « futures » sur index — fut en butte aux critiques à cause du « *program trading* », c'est-à-dire le déclenchement du programme d'achat et de vente par de petites différences de prix sur les actions et les « futures », détectées par ordinateur. En particulier, le « *program trading* » fut accusé d'accroître la volatilité des prix du marché, et d'être la cause des graves baisses à New York les 19 octobre 1987 et 13 octobre 1989, baisses qui s'étendirent au monde entier par contagion psychologique. Les « futures » sur index rendirent la spéculation boursière plus facile car la marge requise pour acheter des « futures » était de 5 % seulement, alors que sur le marché spot il était de 50 %. Grâce à un arbitrage de bonne finance, les deux marchés n'en font en fait qu'un seul, malgré la différence technique du nombre d'actions reprises dans l'index, et bien que l'introduction de l'index sur « futures » ait élargi le volume possible de spéculation.

Un des principaux changements dans les pratiques financières fut la tendance, de la part de grosses entreprises non financières, à traiter directement avec les grands investisseurs institutionnels, tels que les compagnies d'assurance-vie et les fonds d'assurance-vieillesse. Les petites entreprises continuèrent à compter sur les banques pour leurs emprunts et des conseils financiers, mais les grandes sociétés, avec leurs propres experts spécialisés dans les finances des entreprises, commencèrent de plus en plus à traiter directement, se détournant des banques. Ces grandes sociétés pourraient émettre du papier commercial ou placer des dettes à long terme, directement auprès de l'acheteur. De même pour les actions, de gros blocs furent vendus en dehors du NYSE afin d'éviter des commissions, aidant à la destruction de la structure rigide desdites commissions. La désintermédiation conduisant à l'échange direct est semblable à la substitution du commerce direct pour les marchés organisés de matières premières, et au rôle déclinant

des centres d'entreposage, puisque l'information sur les sommes et les débouchés pour les matières premières s'est répandue.

La désintermédiation se produisit ailleurs dans les systèmes financiers, en particulier parmi les Caisses d'Epargne américaines où les plafonds d'intérêt avaient été imposés par réglementation gouvernementale. La rapide augmentation des taux d'intérêt en 1979-1981 mena les épargnants à retirer leurs fonds des Caisses d'Epargne, et de les placer dans les fonds de placement monétaire non réglementés pour des profits plus élevés. Les banques perdant des dépôts durent se tourner vers le marché des capitaux, et vendre leurs certificats de dépôt payant le prix du marché. On a décrit le mouvement durant les années d'après-guerre comme celui de la gestion de l'actif par les banques, à la gestion du passif. La phase aiguë de désintégration de 1981 conduisit le Congrès à déréglementer les Caisses d'Epargne, avec des résultats nocifs. Combinée à l'assurance dépôt, la dérégulation déclencha une vague de prêts et d'achats spéculatifs de « *junk-bonds* » à haut risque et à hauts profits, entraînant de considérables méfaits, qui pourraient coûter aux agents d'assurance des centaines de milliards de dollars.

La déréglementation aux Etats-Unis s'étendit au monde entier, sous la concurrence des banques étrangères, à cause de la désintermédiation, et pour des raisons idéologiques, sous les administrations républicaines de Reagan et Bush. Les marchés financiers japonais restreints s'ouvrirent légèrement sous la pression d'une forte croissance, d'économies importantes, d'une restructuration de l'industrie, et de la pression étrangère. Les compagnies financières émigrèrent en Europe, en particulier à Londres, et apportèrent la concurrence aux banques londoniennes, aux maisons d'acceptation, aux maisons d'escompte, aux *brokers*, aux banques d'affaires, conduisant à la déréglementation financière, atteignant en octobre 1986 une apogée connue sous le nom de Big Bang, mais qui se révéla moins apocalyptique. Les réactions des compagnies financières à l'ouverture des horizons s'avèrent excessives, et nombre de banques, de *brokers* et de banques d'investissement qui s'étaient précipités sur les nouveaux marchés se sont retirés, après quelques années de profits décevants.

23

Au début des années 90, il est possible de remarquer le sentiment que la déréglementation, l'innovation et un changement rapide des marchés financiers peuvent se ralentir, pour permettre à ceux des années 70 et 80 d'être digérés. Les problèmes financiers de l'Europe de l'Est détournèrent les capitaux et l'attention des principaux marchés d'Europe et des Etats-Unis. De plus, en dépit de cours de Bourse élevés, sont très répandus des sentiments de malaise selon lesquels les Bourses aux Etats-Unis et au Japon sont à des niveaux trop élevés, eu égard aux crises non résolues des emprunts du Tiers Monde, de l'immobilier et des institutions financières, y compris les Caisses d'Epargne et éventuellement les compagnies d'assurance. L'emploi dans les compagnies financières est en baisse, et l'humeur est à la consolidation plutôt qu'à la progression.

Sur le long terme, il y a peu de doute que l'intégration financière mondiale se produira. Les avions supersoniques, les satellites de communication,

LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

l'informatisation, conduiront les marchés financiers à des contacts encore plus étroits. En prédisant en 1986 que le monde aurait fixé l'arrêt des taux de change en 2015, Richard Cooper a probablement choisi une date trop éloignée. Le dollar et les obligations du Trésor américain que l'on achète maintenant dans le monde entier, seront rejoints par l'Ecu et le Yen, les obligations et les actions des pays développés.

J'émetts une réserve. L'économie mondiale a besoin de biens publics : la paix, des marchés libres pour les marchandises, des taux de change stables, des politiques macro-économiques coordonnées, un flot constant de capitaux vers les pays en voie de développement, et, en cas de crise, un prêteur en dernier recours. Parce qu'il n'est pas payant pour les particuliers ou les entreprises privées de supporter le prix des biens publics lorsqu'ils ne peuvent s'en passer, ces biens publics doivent être fournis par le gouvernement. En l'absence d'un gouvernement international, on doit trouver d'autres moyens. Une simple coopération a tendance à échouer lors de difficultés. On peut peut-être éviter ce problème, mais l'histoire n'est pas rassurante. Pendant un demi-siècle, après 1945, les Etats-Unis ont pu assurer la stabilité nécessaire, mais sa volonté et sa capacité à continuer de le faire pourraient être sur le déclin. Le nationalisme redresse la tête, et pas uniquement en Europe de l'Est. Un pronostic de progrès continuels dans les finances internationales, après s'être condensé dans les prochaines années, doit reposer sur l'hypothèse de crises limitées en nombre et en intensité, ou sur des solutions de coopération mondiale, ou encore une affirmation de responsabilité par l'Europe.