

La globalisation financière. Université de Tous les Savoirs, 29 avril 2000

Philippe Martin

▶ **To cite this version:**

Philippe Martin. La globalisation financière. Université de Tous les Savoirs, 29 avril 2000. La globalisation financière, Apr 2000, Université de Tous les Savoirs, France. hal-01052949

HAL Id: hal-01052949

https://sciencespo.hal.science/hal-01052949

Submitted on 29 Jul 2014

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

La globalisation financière

Philippe Martin
CERAS-ENPC (Paris) et CEPR (Londres)
Texte préparé pour l'Université de Tous les Savoirs
29 Avril 2000

La multiplication des crises financières en Asie et en Amérique Latine oblige à un réexamen critique des effets de la globalisation financière, en particulier pour les pays émergents. On peut d'abord considérer que ces crises sont la conséquence d'un processus d'intégration trop rapide et qui a oublié que la finance est le lieu privilégié des défaillances de marché, conduisant à des prises de risques et une instabilité excessives. Dans ce cas, la globalisation financière devrait s'accompagner d'une réglementation plus forte de la prise de risque des institutions financières. Une interprétation plus pessimiste souligne la possibilité d'anticipations auto-réalisatrices sur les marchés: un pays peut être plongé dans une crise financière uniquement du fait d'un changement des anticipations des spéculateurs. Dans ce cas, c'est l'objectif même d'une globalisation financière sans limite qui devrait être remis en cause, en particulier à travers des restrictions ou des taxes sur les mouvements de capitaux. Contrairement à la globalisation du marché des biens, la globalisation des marchés financiers dans sa vision extrême ne peut être légitimée ni sur le plan théorique ni sur le plan empirique. On peut même penser qu'en multipliant les crises, la globalisation financière met à terme en danger la globalisation commerciale.

La globalisation hier et aujourd'hui

On nous présente souvent le phénomène actuel de la globalisation financière comme un phénomène sans précédent. Avant de se précipiter dans cette direction, il est utile de faire un rapide retour en arrière et de comparer la situation actuelle à celle de la fin du dix-neuvième siècle, avant l'effondrement des marchés mondiaux engendré par la Grande crise des années 1930. Si l'on en croit les travaux des historiens économiques, les marchés financiers étaient alors au moins aussi internationalisés qu'ils ne le sont aujourd'hui. Ainsi, les flux nets de capitaux représentaient environ 5% du PIB de la Grande Bretagne à la fin du siècle dernier contre la moitié aujourd'hui. Entre les deux phases de globalisation, ces flux diminuèrent fortement à la fin des années 1920 et encore plus dans les années 1950 et 1960

(1% environ pour la Grande Bretagne) période où les restrictions réglementaires sur les mouvements de capitaux furent les plus importantes. Pour les pays émergents d'alors et d'aujourd'hui, la comparaison est encore plus frappante: les déficits des comptes courants (et donc les entrées de capitaux finançant ces déficits) atteignaient aisément 10% du PIB de pays tels que l'Australie, l'Argentine ou le Canada à la fin du dix-neuvième siècle. En comparaison, le déficit du compte courant de la Thaïlande, alors dénoncé comme dangereusement élevé, atteint en 1996 un maximum de 8% de son PIB.

Pourquoi la globalisation du siècle dernier n'a-t-elle pas conduit aux mêmes critiques, aux mêmes angoisses et aux mêmes dilemmes qu'aujourd'hui ?

Cela tient en partie au fait que les gouvernements d'alors n'étaient pas soumis aux mêmes demandes qu'aujourd'hui. En particulier, la notion que les politiques monétaires nationales pouvaient servir à atténuer l'impact d'une récession n'apparaît qu'à partir des années 1930 avec la révolution keynésienne. La contrainte que fait peser aujourd'hui la globalisation financière sur l'exercice de ces politiques macroéconomiques nationales n'était donc pas perçue comme telle: les crises de la fin du dix-neuvième siècle furent nombreuses et sévères mais elles furent subies passivement. Aujourd'hui, la pression démocratique fait que l'on attend légitimement des politiques économiques nationales qu'elles réagissent à de telles crises et limitent leurs conséquences en terme de chômage.

Pour ce qui est de la globalisation financière, il faut aussi aller au delà de la comparaison des flux nets de capitaux. A la fin du dix-neuvième siècle, la grosse majorité des flux de capitaux servait à financer des infrastructures (en particulier les chemins de fer) et acheter des titres de la dette publique. Ces flux de capitaux étaient donc majoritairement des flux de long terme (de plus d'un an) et impliquaient relativement peu de prêts à des institutions financières ou d'investissement de portefeuille de court terme.

La situation aujourd'hui est complètement inversée: les flux de très court terme dominent de beaucoup les flux de long terme. Ainsi sur le marché des changes, les positions nettes de la plupart des intervenants ne sont en moyenne gardées ouvertes qu'une vingtaine de minutes : il est difficile d'envisager un horizon plus court. Le montant des transactions brutes sur le marché des changes est aujourd'hui estimé à environ 1700 milliards de dollars par jour, (contre 600 en 1989 et moins de 200 en 1986). Ce montant échangé chaque jour représente une somme supérieure au PIB annuel de la France d'environ 20%. Il domine les transactions effectuées pour des investissements de long terme. Le degré d'intégration des marchés financiers, pour les flux de court terme, est donc aujourd'hui sans précédent. Si l'on compare les deux types de globalisation , celle qui s'opère sur les marchés financiers et celle qui s'opère sur les marchés des biens, on constate que le commerce d'actifs financiers a augmenté durant les quinze dernières années trois fois plus vite que le commerce des biens. C'est donc sur les marchés financiers que le processus de la globalisation est le plus frappant. Celui-ci touche pratiquement toutes les parties du globe à l'exception notable de l'Afrique. Les pays qui ont reçu les flux de capitaux les plus importants ces dernières années sont la Chine, le Mexique, le Brésil, la Corée, la Malaisie, l'Argentine, la Thaïlande et l'Indonésie. Les renversements brutaux des mouvements de capitaux sont devenus une autre caractéristique récente des marchés financiers internationaux : en 1996, 70 milliards de dollars furent investis en Indonésie, Corée, Malaisie, Philippines et Thaïlande. Pendant le second semestre de 1997, c'est plus de 100 milliards de dollars qui firent précipitamment le chemin inverse. Depuis le début 1999, les entrées de capitaux vers ces pays ont retrouvé un rythme presque comparable à celui d'avant 1997.

La globalisation financière a donc deux dimensions, l'une temporelle et l'autre spatiale. Le temps s'est raccourci non seulement pour les intervenants sur les marchés qui doivent continuellement réagir aux nouvelles informations mais aussi pour les responsables

politiques. Pour ces derniers, cela signifie que le délai dont ils disposent pour décider de leur réaction à une crise est aussi de plus en plus court. L'origine de ce raccourcissement de l'horizon temporel est principalement technologique : il tient à l'arrivée en continu de nouvelles informations. C'est un aspect qui n'existait pas pendant la première phase de la globalisation. Le second aspect de la globalisation actuelle est que la géographie physique n'a plus beaucoup d'importance pour les phénomènes financiers : une crise peut débuter dans une région du monde et se propager au reste du monde sans égard aux frontières et aux distances. La crise asiatique de 1997 illustre parfaitement ce phénomène de contagion: la crise débute en juillet avec la dévaluation du Baht thaïlandais et la faillite de nombreuses banques et institutions financières du pays. Elle atteint ensuite la Corée du Sud déjà fragilisée par la faillite de plusieurs grands groupes industriels. La panique sur les marchés de change et les marchés d'actions s'étend rapidement à l'automne aux autres pays de la région (Malaisie, Indonésie, Philippines, Taiwan et Hong-Kong) puis en 1998 à l'Amérique Latine et à la Russie. La quasi-faillite du fond spéculatif américain LTCM, conséquence indirecte de la panique sur les marchés russes, démontra que les marchés financiers des pays riches n'étaient pas épargnés par un problème qui avait débuté dans un petit pays asiatique.

On pense à l'image de Gleick, celle d'un battement d'ailes de papillon quelque part dans le Pacifique qui, du fait des lois de la physique dans un environnement sans friction, aboutit à un typhon dans un endroit très éloigné. La globalisation financière, peut s'interpréter justement comme cette convergence vers un monde sans friction (sur les marchés), qui peut ainsi donner lieu à des phénomènes chaotiques.

Les bénéficies escomptés : le « consensus de Washington »

Pour comprendre pourquoi de nombreux pays ont, les uns après les autres, réduit voire éliminé les restrictions réglementaires sur les mouvements de capitaux, il est utile de

revenir sur les bénéfices qu'on espérait recueillir d'un tel processus. Il existe un quasi-consensus parmi les économistes sur les gains du commerce international des biens (consensus d'ailleurs non partagé par le reste de la population ou par les politiques). En revanche, les économistes sont beaucoup plus divisés pour ce qui est de l'échange international d'actifs financiers et la libéralisation de ce commerce. Ceux qui pensent que celle-ci ne peut aller trop loin, l'analogie entre commerce des biens et commerce des actifs est invoquée. Après tout, le commerce d'actifs financiers n'est qu'un échange de biens différé : en achetant un actif financier étranger, on échange des biens aujourd'hui contre des biens dans le futur. S'il existe un surplus d'épargne en Europe, par exemple en prévision du vieillissement de la population, celui-ci peut s'investir dans les pays en voie de développement où en revanche il existe un besoin de financement pour des investissements dont on peut penser que le rendement économique (et social) est plus élevé que celui qui existe en Europe. Si la globalisation financière se résumait à la libéralisation de ce type d'échange d'actifs, on ne voit pas comment elle pourrait engendrer tant de critiques. Dans ce cas très simple, on voit bien en effet l'avantage mutuel à l'échange d'actifs. De fait, même les critiques les plus virulents de la globalisation financière ne veulent pas restreindre ces flux de capitaux privés finançant des investissements de long terme. De ce point de vue, la globalisation financière offre une puissante opportunité pour les pays émergents de financer leur développement.

Ce type d'argument est important mais il n'est certainement pas suffisant pour justifier la position dominante qui a régné au Trésor américain, au FMI et à la Banque Mondiale pendant les années 1990, et qu'on a appelé le « consensus de Washington ». Ce consensus constitua la base idéologique permettant de justifier la pression exercée sur les pays en voie de développement pour qu'ils libéralisent rapidement les mouvements de capitaux. L'objectif affiché était que la globalisation financière et plus généralement l'intégration des pays

pauvres dans un marché mondial leur permette de se développer. Un autre objectif, moins clairement affiché, était qu'une telle stratégie permettait de faire l'économie d'une véritable aide au développement, de moins en moins populaire aux Etats-Unis même si celle-ci est la plus faible des pays riches. Comme le remarque Jeffrey Sachs, l'Amérique ne faisait ainsi qu'élargir au monde sa vision de la pauvreté : les riches n'ont pas besoin d'aider les pauvres, le marché permettant à ces derniers, un jour, de devenir riches eux-mêmes. Cette stratégie peut paraître cynique mais après tout, si elle avait marché, personne peut-être n'aurait trouvé à y redire.

La succession des crises financières dans les pays émergents a remis en cause cet optimisme de manière spectaculaire. Sur le plan empirique, des études récentes ont montré que la libéralisation des mouvements de capitaux est l'élément qui permet de prédire le plus sûrement la survenue des crises : ce fut vrai pour l'Amérique Latine des années 1980 et de l'Asie en 1997. Ce fut aussi le cas en dehors des économie émergentes avec l'Europe du début des années 1990 et la crise du Système Monétaire Européen précédée de peu par la libéralisation totale des mouvements de capitaux.

Même avant la crise asiatique de 1997, il était manifeste que les arguments qui fondaient le « consensus de Washington » exagéraient le rôle positif de l'ouverture aux marchés de capitaux internationaux pour la croissance et le développement. Certes, les études empiriques révèlent que les pays qui ont libéralisé les mouvements de capitaux ont en moyenne connu des taux de croissance plus élevés que les autres, mais l'effet est quantitativement faible et pas toujours robuste. Après tout, le miracle économique de l'Europe des Trente Glorieuses s'est effectué sans liberté des mouvements de capitaux. De même, le miracle économique asiatique fut en grande partie dû à une épargne nationale atteignant 30% du revenu. L'investissement en capital qui mécaniquement est la source de la croissance fut financé essentiellement par cette épargne nationale et assez faiblement (et tardivement) par

des entrées de capitaux étrangers. Une des raisons du succès asiatique fut aussi l'énorme effort d'investissement en capital humain (éducation et santé). Or, et c'est un des échecs reconnus des marchés financiers, les capitaux privés ne savent pas financer l'investissement en capital humain c'est-à-dire le type de capital dont le rendement pour la société est peut-être le plus élevé: quand un investisseur étranger finance la construction d'une usine, celle-ci sert, même imparfaitement, de collatéral en cas de défaut des emprunteurs. S'agissant de l'éducation, ce mécanisme n'existe pas : en cas de défaut de l'emprunteur, l'investisseur ne peut pas « mettre la main » sur le capital humain qui a été acquis. C'est pourquoi ce type d'investissement, qui répétons-le, est peut-être le plus utile pour la société, n'est pas financé par des flux de capitaux privés. Si la sortie de ce que les économistes appellent « la trappe de pauvreté », est conditionnée par ce type d'investissement, on voit bien pourquoi la globalisation ne peut, à elle seule et contrairement à la vision du consensus de Washington, être la solution au sous-développement.

Une globalisation au rythme incontrôlé

Plus généralement, le fait que chaque jour les marchés financiers transfèrent d'un endroit à un autre du monde des milliards de dollars à un coût de transaction infime n'implique pas que ces marchés soient efficients au sens économique du terme. Il est un cliché répandu selon lequel les économistes seraient aveugles, pour des raisons idéologiques, aux défaillances des marchés. Dans le cas des marchés financiers, ce cliché est loin de la réalité de la recherche économique actuelle : depuis les années 1970, que ce soit aux Etats-Unis ou en Europe, les économistes ont intégré dans leurs modèles des hypothèses telles que l'asymétrie d'information, les situations de concurrence imparfaite, les anticipations quasi-rationnelles, les phénomènes de panique et de mimétisme, etc.

Prenons le cas de l'asymétrie d'information. Celle-ci est une caractéristique essentielle des marchés financiers : en général, les emprunteurs ont davantage d'information que les prêteurs sur la valeur et le risque de leurs projets. Cela peut les amener à choisir des investissements excessivement risqués: si le pari sur l'investissement est réussi, c'est l'emprunteur qui gagnera beaucoup ; si l'investissement ne réussit pas, c'est le prêteur qui perdra beaucoup. Ce phénomène dit d'« aléa moral » fait qu'on est très loin du paradigme des marchés efficients.

La globalisation financière qui s'est effectuée à marche forcée dans les années 1990 dans les pays émergents semble avoir fait fi de ces principes de base. En s'ouvrant brusquement aux mouvements de capitaux, ces pays ont en effet ouvert la boîte de Pandore des comportements propres aux marchés financiers. D'un seul coup, des investissements pouvaient être financés en dollars sur les marchés de capitaux internationaux à des taux d'intérêt et donc à un coût beaucoup plus faible. Pour autant, le système de contrôle prudentiel de ces pays ne fut pas renforcé. Pire, des garanties furent offertes à quelques-uns, proches du pouvoir, sur des investissements financiers au rendement douteux au moment même où le coût de financement de ces investissements diminuait du fait de la globalisation. Le taux de change fixe entre les devises de ces pays et le dollar faisait croire aussi aux investisseurs que l'emprunt en dollar était sans risque. Le phénomène d'aléa moral joua donc à plein puisque le risque d'investissement était socialisé ou transféré à l'Etat. Ce type de problème n'est pas l'apanage des pays émergents. La débâcle du Crédit Lyonnais en France résulta aussi de la combinaison d'une libéralisation permettant de financer facilement des investissements, et d'une garantie implicite par l'Etat des risques pris par les dirigeants de la banque. Dans le cas de la Thaïlande, la globalisation financière a facilité une prise de risque et un endettement en dollars à très court terme qui se sont révélés désastreux au moment de la crise. Parce qu'à partir de 1995, l'ouverture aux mouvements de capitaux facilitait cette

suraccumulation du capital, et conduisait à une bulle spéculative sur les actifs financiers de ces pays, de nombreux intérêts privés et proches du pouvoir politique étaient en cause. Ces intérêts privés, parfois liés aussi au blanchissement d'argent sale (dans le cas de la Thaïlande), avaient tout intérêt à ce cocktail explosif mêlant ouverture aux marchés de capitaux, endettement bon marché à l'étranger et socialisation des risques. Ce cocktail, avant d'aboutir à la crise, a un effet euphorisant sur toute l'économie : l'investissement dans les secteurs les plus spéculatifs (en particulier l'immobilier) gonfle artificiellement la croissance. On retrouve ce type de schéma en Corée, en Indonésie et en Malaisie à partir de 1995.

La dévaluation du baht thaïlandais par rapport au dollar a conduit à une forte réévaluation des dettes libellées en dollars (de 45% dans le cas de la Thaïlande) et a conduit à la liquidation brutale de ces investissements. En Thaïlande par exemple, l'investissement s'effondra entre 1996 et 1998 de près de 50% et le revenu sur la même période diminua de plus de 8%, alors que dans les années précédentes il augmentait à un rythme proche de 10%. Du fait en particulier de l'augmentation du chômage et de l'absence de filet de sécurité sur le plan social dans ces pays, la crise a touché très fortement les plus pauvres et abouti à une augmentation des inégalités.

On pourrait considérer qu'il ne s'agit là « que » d'un raté de la globalisation financière: le FMI et les gouvernements sont allés trop vite et ont ouvert les marchés financiers avant de mettre en place ou de consolider les réglementations nécessaires alors qu'il eût fallu d'abord réformer puis ouvrir. Il ne s'agirait donc «que » d'une erreur de calendrier. D'ailleurs, le retour de la croissance dans ces pays ne s'est-il pas fait plus rapidement que prévu ? Dans cette interprétation, la faute est partagée et la globalisation financière en soi n'est pas véritablement mise en cause. Ce sont au premier chef les gouvernements qui sont responsables de la crise : ce sont eux qui ont offert des garanties aux investisseurs qui cachaient de manière artificielle l'étendue réelle du risque encouru.

Si l'on adopte cette interprétation de la crise, une première voie serait de faire entièrement confiance aux marchés. L'argument en faveur de l'inaction est que, face à ces crises répétées, le marché apprend de ses propres erreurs et qu'il est meilleur élève que le gouvernement. La conclusion du groupe de réflexion mis en place par le G7 juste après la crise asiatique n'était finalement pas très éloignée de cette position, puisque sa principale recommandation était de demander une plus grande transparence de la part des gouvernements des pays émergents. Certes, une meilleure information ne peut être *a priori* que bénéfique pour la stabilité des marchés. On peut cependant être surpris que face aux crises financières majeures des années 1980 et 1990, la seule réponse ait été, en caricaturant à peine, l'exigence de mettre sur le Web les informations concernant les balances des paiements des pays émergents. En fait, ce qui est frappant dans la succession de ces crises, depuis la crise de la dette de 1982 jusqu'à celle du Brésil de 1998, c'est plutôt à quel point les marchés ont peu appris d'une crise à l'autre. L'argument en faveur de plus de transparence a aussi conduit certains, en particulier au FMI et au Trésor américain, à demander non pas moins mais davantage d'ouverture de pays émergents aux capitaux étrangers. L'argument officiel était que l'arrivée de banques étrangères aux usages réputés moins opaques et plus prudents permettrait d'assainir les pratiques en cours dans ces pays. Une interprétation plus cynique de cette recommandation est qu'elle permettait aux banques occidentales de racheter les actifs de ces pays au moment précis où le prix de ceux-ci s'effondrait sous l'effet de la panique financière.

Une seconde réponse plus ambitieuse à la crise, aujourd'hui encore en débat, consiste à exiger une réglementation prudentielle plus sévère des institutions financières des pays émergents, s'appliquant aussi aux grandes banques internationales ainsi qu'aux fonds spéculatifs, les « hedge funds ». Cette réglementation aurait pour but de réduire leur

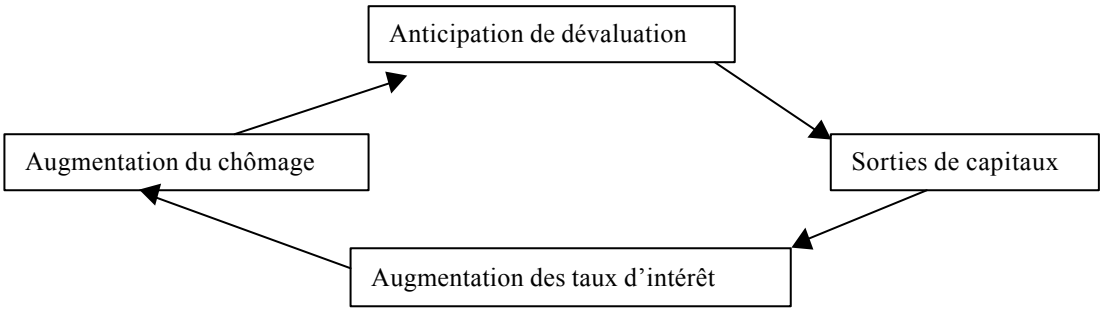
exposition au risque. Il reste que ces discussions n'ont eu, jusqu'ici, aucune application pratique dans les pays émergents.

Les dérèglements d'une finance globalisée

Dans le cadre de cette première interprétation de la crise, dite «fondamentale », la globalisation financière ne fait que révéler, voire amplifier des problèmes fondamentaux sous-jacents : système financier insuffisamment réglementé, garanties sur les investissements risqués, voire népotisme et corruption. Une autre interprétation est possible, qui met en cause plus radicalement le fonctionnement des marchés financiers internationaux. Elle tient à l'existence d'un phénomène propre à la finance qu'on appelle les anticipations auto-réalisatrices. Les anticipations sont dites auto-réalisatrices lorsque les actions des agents, fondées sur l'anticipation d'un événement spécifique, sont suffisantes pour engendrer l'événement lui-même. En physique, ce type de processus est impossible : un pont ne peut pas s'effondrer simplement parce que l'on croit qu'il va s'effondrer. En économie en revanche, la croyance qu'une crise puisse survenir peut être à l'origine de la crise elle même, validant ainsi *a posteriori* l'anticipation. La possibilité d'anticipations auto-réalisatrices est passée en une dizaine d'années du statut de curiosité intellectuelle à celui d'une théorie acceptée par de nombreux économistes, si ce n'est la majorité.

De manière très schématique, le mécanisme d'une crise induite par des anticipations auto-réalisatrices repose toujours sur un processus circulaire, dont la nature peut être différente selon la crise. Prenons d'abord l'exemple de l'attaque spéculative sur le franc en 1993, qui survint peu de temps après la libéralisation complète des mouvements de capitaux. En 1993, les marchés financiers modifièrent brutalement leurs anticipations et mirent en doute la capacité de la France à garder son taux de change fixe avec le Deutschmark dans le cadre du Système Monétaire Européen (SME). Pour empêcher des sorties de capitaux massives

résultant de ce changement d'anticipation, la Banque de France fut obligée d'augmenter les taux d'intérêt. Les spéculateurs comprirent cependant que dans une période où le chômage augmentait fortement une telle politique de taux d'intérêt élevé était impossible politiquement, ce qui valida l'anticipation selon laquelle la France serait obligée de dévaluer. Une dévaluation de fait du franc fut imposée en août 1993 ce qui confirmait *a posteriori* les anticipations des spéculateurs. On peut résumer cette mécanique par le schéma circulaire suivant :



C'est bien le changement d'anticipation des marchés qui déclenche la crise, et non pas une modification fondamentale de la situation économique. Les marchés financiers imposent leur décision au gouvernement. Supposons maintenant que les marchés n'aient pas anticipé de dévaluation. Dans ce cas, la Banque de France n'aurait pas eu besoin d'augmenter les taux d'intérêt pour défendre la devise et le chômage n'aurait pas augmenté: le taux de change fixe était donc soutenable sur le plan politique. Dans le schéma ci-dessus, il suffit d'inverser tous les termes. On est donc bien en présence d'une situation d'équilibres multiples puisque le choix de l'un ou l'autre des deux scénarios possibles (crise ou non crise) dépend entièrement des anticipations des agents sur les marches financiers, celle-ci reposant sur la compréhension en termes stratégiques des incitations du gouvernement. Ainsi, un changement d'humeur des spéculateurs peut conduire de manière très abrupte d'un équilibre à un autre. La globalisation financière renforce cette indétermination et l'extrême instabilité due à ces phénomènes

d'anticipations auto-réalisatrices. En effet, lorsque les mouvements de capitaux ne sont pas parfaitement libres, les changements d'anticipations n'induisent pas de mouvements de capitaux aussi brusques et donc n'obligent pas les autorités monétaires à augmenter les taux d'intérêt et donc le coût en terme d'emploi de la défense du taux de change.

Ce schéma théorique d'anticipations auto-réalisatrices avec équilibres multiples (crise/non crise) a été aussi appliqué, de manière un peu différente, pour la crise asiatique. Dans le cas asiatique, l'indétermination de l'équilibre provenait d'une circularité de nature un peu différente: la dépréciation de la devise, en diminuant la valeur des actifs et en augmentant la valeur de la dette en dollars de ces pays, réduisait leur capacité d'investissement et les plongeait dans la récession qui elle même faisait chuter la devise. Encore une fois, un autre équilibre, celui d'avant la crise, était possible, pour lequel les termes de la phrase précédente sont exactement inversés.

On pourrait croire que ce type d'analyse remet en cause la rationalité des spéculateurs sur les marchés mais ce n'est pas le cas. En effet, puisque les anticipations des agents sont validées *a posteriori*, ils ne sont pas trompés et de ce point de vue ils sont parfaitement rationnels. Pourtant, le passage brutal d'un équilibre à un autre qui définit la crise, aboutit à une situation qui du point de vue de la société peut être considéré comme irrationnel (faillites, chômage...). Une des voies de recherche récente des économistes a été de justement de comprendre comment l'agrégation de comportements rationnels du point de chaque individu pouvaient aboutir à un résultat irrationnel pour la société. On peut faire la même analyse des phénomènes de panique mimétique sur les marchés financiers où tous vendent parce qu'ils anticipent que les autres vont également vendre. Les spectateurs qui, dans un théâtre, courent en masse vers la porte de sortie pendant un incendie agissent aussi d'une manière individuellement rationnelle mais qui collectivement aboutit à une situation irrationnelle.

Si, comme l'ont fait de nombreux économistes aux Etats-Unis et en Europe, on épouse cette seconde interprétation des crises, le diagnostic sur la globalisation financière est beaucoup plus pessimiste et les implications politiques beaucoup moins orthodoxes. La transparence et un renforcement des mesures prudentielles, même si elles sont toujours bienvenues, ne sont pas suffisantes pour endiguer ce type de mécanisme auto-réalisateur. Des mesures plus drastiques deviennent envisageables telles qu'une taxe sur les mouvements de capitaux décourageant les entrées de capitaux de court terme et plus généralement l'endettement en devise étrangère. L'expérience chilienne qui consiste à taxer (à un taux faible et variable) les entrées de capitaux de court terme est souvent citée. De fait, le Chili fut un des seuls pays d'Amérique Latine (pourtant très ouvert sur le plan du commerce) qui fut épargné par la contagion asiatique. Dans une certaine mesure, cette taxation sur les entrées de capitaux ressemble au projet de taxe Tobin sur les transactions des marchés de change sur lequel l'attention s'est focalisée en France. Son avantage sur la taxe Tobin est qu'elle est gérée par le pays lui-même, sans besoin de coopération internationale, et n'exige pas l'accord de pays tels que les Etats-Unis qui se sont toujours opposés à une telle taxe.

L'instabilité inhérente des marchés financiers internationaux implique des coûts importants pour des petits pays qui ont peu de moyens soit pour prévenir une crise financière soit pour en atténuer les conséquences sociales. C'est relativement moins le cas des Etats-Unis ou de l'Europe. Pour ces derniers, en effet, la très forte variabilité du taux de change qu'implique la liberté des mouvements de capitaux est un coût certes mais relativement faible. La taille de l'économie américaine et maintenant de la zone euro fait que ces économies sont moins dépendantes des variations de leur taux de change : les exportations représentent environ 14% du PIB américain et un chiffre inférieur pour les exportations hors zone euro pour l'Europe. La constitution de la zone euro peut être interprétée comme une réponse à la globalisation financière, permettant ainsi de limiter les répercussions de l'instabilité du taux

de change. Elle devrait aussi permettre à la Banque Centrale Européenne de mener une politique monétaire plus active (à l'instar de la politique monétaire américaine) sans être freinée par l'impact de cette politique sur le taux de change. La globalisation financière oblige les gouvernements à choisir entre stabilité du taux de change et autonomie de la politique monétaire. La zone euro peut aujourd'hui privilégier le second terme du dilemme. Ce point ne semble cependant toujours pas compris par certains responsables politiques qui demandent une plus grande stabilité voir une quasi fixité du taux de change de l'euro avec le dollar. Celle-ci impliquerait automatiquement que la politique monétaire européenne se décide à Washington.

Distinguer entre les différentes globalisations

Les défaillances des marchés financiers sont multiples, et il n'existe pas d'argument théorique ou empirique permettant d'affirmer que les gains de la globalisation financière l'emportent sur ses coûts, en particulier pour les pays émergents. La globalisation n'est pas un bloc monolithique qu'il faudrait embrasser ou rejeter dans toutes ses dimensions. Les arguments théoriques et empiriques plaident de manière beaucoup plus convaincante en faveur de l'intégration des marchés dans le domaine du commerce des biens que dans le domaine de la finance. Les stratégies de fermeture au commerce international menées dans de nombreux pays en voie de développement dans les années 1970 et 1980 ont toutes été des échecs. En revanche, l'intégration au marché mondial des biens a été un des éléments expliquant la réussite des pays d'Asie. Un élément parmi d'autres cependant : les politiques d'éducation, d'incitation à l'épargne, la stabilité politique sont des éléments au moins aussi importants et peut-être plus difficiles à mettre en œuvre.

Dans le débat sur la globalisation, l'économiste n'a pas à prendre position en général pour ou contre le rôle des marchés mais plutôt à souligner les coûts et les avantages comparés

de l'intégration. On peut même avancer l'argument qu'une globalisation financière non maîtrisée telle qu'on l'a connue dans les années 1990, et la succession de crises qu'elle a engendré, joue contre l'autre globalisation, celle du marché des biens. L'expérience de la première phase de globalisation commerciale et financière, celle de la fin du dix-neuvième siècle, qui s'effondra dans les années 1930 en crises financières produisant des guerres commerciales désastreuses, nous enseigne que la globalisation n'est pas irréversible. En faisant du débat sur la mondialisation un débat purement idéologique, pour ou contre le marché en général, on s'oblige à la rejeter ou l'accepter en bloc et sans discernement. Le rôle, un peu ingrat, de l'économiste dans ce débat est plutôt de distinguer entre les marchés, et d'identifier sans complaisance les défaillances de certains marchés pour mieux défendre ceux pour lesquels il considère que les gains de l'intégration l'emportent.