

LES MARCHÉS ÉMERGENTS ET LA TRANSFORMATION DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

DAVID D. HALE *

Au cours des six dernières années, la capitalisation des marchés boursiers des pays en voie de développement à forte croissance et des nouvelles économies de marché émergentes est passée de 400-500 milliards de dollars US à plus de 2 trillions de dollars US¹. L'expansion des marchés boursiers des pays en voie de développement ne constitue qu'une phase d'un processus plus important d'évolution économique modifiant la capacité de ces pays à attirer les capitaux étrangers et à accroître leurs taux d'investissement.

Certes, il existait, dans le demi-siècle qui a précédé la première guerre mondiale, un marché mondial des biens et des capitaux comprenant plusieurs pays en voie de développement; mais celle-ci, puis la Dépression et le second grand conflit mondial de 1939-45, le pulvérisèrent. Du fait de l'effondrement du communisme et de l'essor des idées d'économie libérale en direction des pays en voie de développement, l'humanité dispose désormais d'une seconde opportunité pour créer un marché mondial des biens et des capitaux sur une échelle encore plus vaste que celle qui existait avant la Première guerre mondiale. Mais aujourd'hui sans doute davantage que lors de la tenue de la conférence de Bretton Woods, la poursuite d'une meilleure intégration économique mondiale posera de nombreux défis politiques, à savoir une plus grande libéralisation des politiques commerciales à la fois des pays en voie de développement et des vieux pays industrialisés; la promotion d'un régime de taux de change visant à diminuer les tensions commerciales; l'introduction de politiques fiscales favorisant l'épargne dans les vieux pays industrialisés et dans les pays en voie de développement, afin de réduire de nouvelles pressions à la hausse sur les taux d'intérêt réels au cours du prochain cycle d'affaires; le développement de systèmes de protection sociale pour aider les travailleurs des vieux pays industrialisés à affronter la concurrence accrue

* *Chief Economist, Kemper Financial Companies, Chicago*
1 1 trillion US = 10¹²

des pays en voie de développement à bas salaires; enfin, une redéfinition des fonctions du FMI et de la Banque mondiale, qui permettrait de concentrer leurs efforts sur les besoins moins insatisfaits par le boom de privatisation que l'on observe actuellement dans plusieurs pays en voie de développement.

Les économies des marchés émergents représentent aujourd'hui 15% de la capitalisation boursière mondiale, laquelle s'élève à 13 trillions de dollars US. Mais si elles parviennent à soutenir les taux de croissance élevés auxquels on peut s'attendre au cours de la prochaine reprise économique mondiale, leur part dans la capitalisation boursière mondiale devrait grimper à 20-25 % d'ici la fin du siècle.

Le boom de la titrisation des pays en voie de développement

L'une des évolutions les plus frappantes du système financier mondial depuis la fin de la guerre froide a été l'expansion majeure des marchés des titres et des obligations des pays en voie de développement, qui ont attiré des flux de capitaux privés bien plus importants que ceux enregistrés depuis le 19^e siècle, et qui sont en train de créer le potentiel pour la reprise économique mondiale la plus importante jamais observée depuis le début de la révolution industrielle.

8

Depuis 1988, la capitalisation des 21 pays compris dans l'indice composé des marchés émergents de l'*International Finance Corporation (IFC)* est passée de 352 milliards de dollars US à 1,1 trillion de dollars US. Il existe aussi deux douzaines de marchés émergents en Europe de l'Est et en Afrique disposant d'une capitalisation désormais voisine des 75 milliards de dollars US. En revanche, le taux de croissance des marchés boursiers des vieux pays industrialisés a été beaucoup moins soutenu depuis 1988 en raison du sérieux effondrement qui s'est produit sur le marché de Tokyo après 1989: ainsi, la capitalisation totale des marchés des pays développés est passée de 9,4 trillions de dollars US en 1988 à près de 12,5 trillions de dollars US l'an dernier. Mais si l'on exclut le Japon, la croissance a été plus impressionnante: en effet, la capitalisation des pays industrialisés - Japon non compris - est passée de 5,5 trillions à 9 trillions de dollars US.

L'IFC place quelques pays asiatiques et africains au rang de marchés développés, bien que la plupart des investisseurs les considèrent comme des «marchés émergents». Ces pays sont Singapour, Hong Kong, l'Afrique du Sud et Israël. S'il est vrai que les revenus *per capita* de Hong Kong et Singapour dépassent le seuil des 7.000 dollars US qui sert de critère à l'IFC pour définir un pays comme «émergent», il n'en demeure pas moins que les investisseurs les perçoivent comme des marchés émergents parce que

leurs secteurs des sociétés sont étroitement intégrés dans des pays qui ont des revenus bien moins élevés, en particulier la Chine. Les investisseurs disposent désormais de modalités variées d'investissement dans ce pays. Ainsi, il y existe deux marchés boursiers locaux avec des capitalisations d'environ 42 milliards de dollars US, et qui sont réservés aux seuls résidents locaux. Mais dans chaque cas il existe des marchés pour les actions ordinaires avec droit de vote limité («B-share markets») disponibles pour les étrangers et qui comptent une capitalisation de près de 3,5 milliards de dollars US. De nombreuses sociétés chinoises sont aussi cotées sur le marché de Hong Kong et sur le *New York Stock Exchange (NYSE)*; celles cotées sur le marché de Hong Kong ont une capitalisation boursière de près de 2,3 milliards de dollars US, contre 1 milliard pour celles qui sont cotées sur le NYSE. Outre ces entreprises chinoises nouvellement privatisées, certaines sociétés locales cotées sur les marchés boursiers de Hong Kong ou de Taïpei offrent une ouverture importante vers la Chine à travers le commerce, la transformation et la promotion immobilière. La capitalisation boursière de Hong Kong s'élève après de 340 milliards de dollars US, contre près de 160 milliards pour Taiwan. Mais la capitalisation cumulée de tous les pays susceptibles d'être classés comme des composantes de la Grande Chine («Greater China») dépasse à présent les 550 milliards de dollars US. Soit une somme non seulement égale à près du quart de la capitalisation boursière totale des marchés soi-disant émergents, mais aussi dix fois supérieure à celle du Japon au milieu des années 1960.

L'expansion des marchés boursiers des pays en voie de développement depuis 1988 a été importante à la fois en termes absolus et en termes relatifs par rapport à la taille de leurs économies. Au début des années 1980, les capitalisations boursières des pays d'Amérique latine représentaient seulement 5-10% de leur PNB, tandis qu'aujourd'hui elles équivalent à 50-100% du PNB. Avant les années 1990, les seuls pays de l'Asie de l'Est disposant d'importantes bourses étaient d'anciennes colonies anglaises (Malaisie, Singapour) et Hong Kong. Aujourd'hui, à la différence, il existe dans certains pays des bourses dont la valeur représente 100% du PNB: c'est le cas en Thaïlande, à Taiwan, en Indonésie et en Corée. Toutefois, bien que la bourse de Bombay soit la plus ancienne d'Asie (1875), elle n'a joué pratiquement aucun rôle dans le développement de l'économie indienne jusqu'à une époque récente, en raison de l'existence de contrôles sur les investissements étrangers et sur les flux d'épargne nationaux. Mais avec la libéralisation actuelle de l'économie de ce pays, cette bourse a ré-émergé comme un véhicule important pour la promotion des privatisations des sociétés d'Etat et comme un moyen efficace d'attirer les investissements étrangers.

Plusieurs facteurs ont favorisé l'expansion des marchés émergents des pays en voie de développement.

D'abord, l'effondrement du communisme et l'essor des idées économiques libérales en direction de nombreux pays du tiers monde autrefois mercantilistes, ont profondément modifié les attitudes officielles vis-à-vis du rôle des marchés boursiers dans l'allocation des capitaux et comme moyens éventuels d'attirer les investissements étrangers. Plusieurs pays en voie de développement disposaient, bien avant d'acquiescer leur indépendance dans les années 1950 et 1960, de bourses actives; mais ils n'ont pas encouragé leur croissance au cours de l'ère moderne, donnant la préférence aux investissements dirigés par l'Etat. En Amérique latine, les marchés des titres et des obligations ont également souffert de l'hyperinflation et de politiques fiscales confiscatoires: pour préserver leurs épargnes, les investisseurs latino-américains n'ont eu d'autre choix que de transporter leurs capitaux à l'étranger ou de les placer en valeurs réelles.

Le second facteur qui a favorisé le boom des marchés boursiers des pays en voie de développement a été la crise bancaire mondiale du début des années 1980. A la suite du recyclage de la balance des paiements conduit par l'OPEC, on a assisté à une expansion du prêt bancaire aux pays en voie de développement dans les années 1970. Mais ces prêts se sont brutalement interrompus en 1981-82 à cause de la sérieuse augmentation des taux d'intérêt réels survenue lorsque les banques centrales ont essayé de réduire l'inflation, la chute des prix des marchandises, et que le Mexique a décidé de ne pas honorer ses engagements. La suspension des prêts bancaires après 1982 a entraîné une grave crise économique en Amérique latine et a contribué à la sévérité de l'effondrement qui s'est produit dans plusieurs autres pays au cours de cette même période. Il n'y eut pas de mouvement immédiat visant à promouvoir les investissements boursiers comme source alternative de capitaux, mais la crise de la dette a véritablement posé les bases pour la mise en œuvre des réformes économiques libérales qui ont culminé à la fin des années 1980 avec la renaissance des marchés boursiers d'Amérique latine. En revanche, si l'on excepte la période coloniale, les pays d'Asie de l'Est n'ont pas cherché à utiliser leurs marchés boursiers pour attirer les capitaux étrangers. En effet, la plupart d'entre eux jouissent de taux d'épargne privée élevés et ont bénéficié de niveaux d'investissements étrangers directs - en particulier en provenance du Japon - bien plus importants que l'Amérique latine. Leurs marchés boursiers se sont épanouis au cours des années 1980 en raison du besoin en capitaux extérieurs des petites entreprises familiales, de l'excédent de liquidité créé par d'énormes excédents commerciaux dans la région, et du fait de la brutale expansion de la richesse privée. Ainsi, la titrisation de l'immobilier a été beaucoup plus importante à Singapour et à Hong Kong que dans les autres pays, et le secteur de l'immobilier y représente une large part de la capitalisation boursière.

Troisième facteur de promotion du boom boursier des pays en voie de développement, l'expansion générale des formes titrisées («*securitized forms*») d'intermédiation financière dans les pays industrialisés depuis la crise bancaire du début des années 1980. Au cours des dix années qui ont suivi la Seconde guerre mondiale, les banques commerciales ont été les principaux dépôts d'épargne des ménages et les moteurs de l'expansion des activités de crédit dans les pays industrialisés et dans les pays en voie de développement. Mais les dernières années ont été marquées par une croissance énorme des formes titrisées de crédit en dehors du système bancaire. Aux Etats-Unis, il existe désormais des marchés secondaires importants et actifs pour les papiers commerciaux, les obligations de société («*corporate bonds*»), les hypothèques, les «*credit card loans*», et autres formes de dettes. Le secteur des sociétés d'investissement, par exemple, détient pour plus de 2 trillions de dollars US de titres, soit une somme égale à 85% des dépôts bancaires. Certes, la tendance ne s'est pas manifestée au même rythme dans les autres pays industrialisés en raison du rôle qu'y jouent les banques universelles dans le financement de court terme et de long terme des sociétés; mais la croissance des institutions d'épargne non-bancaires, comme les caisses de retraite et les compagnies d'assurance-vie, encourage encore le développement de marchés plus actifs pour les dettes et les capitaux.

Le développement des intermédiaires non-bancaires et des marchés des valeurs est en train de modifier profondément la composition des flux de capitaux dans l'économie mondiale. Entre 1950 et 1960, ces flux ont été inhibés par la prédominance de contrôles sur les devises dans les pays industrialisés et dans les pays en voie de développement. Dans les années 1960 et au début des années 1970, on a observé une forte expansion de l'investissement étranger direct et des programmes de prêts officiels en direction des pays en voie de développement; mais les marchés boursiers ne constituèrent pas alors des conduites importantes pour les transferts internationaux de capitaux. Après la hausse des prix pétroliers des années 1973-74, il y eut un accroissement sans précédent des prêts bancaires internationaux, lorsque les banques commerciales ont recyclé les excédents d'épargne de l'OPEC vers l'Amérique latine et autres pays en voie de développement souffrant d'une déficience d'épargne domestique. Cette période a encore été caractérisée par un essor important de l'investissement étranger direct et des programmes d'aide officiels. Au début des années 1980, le prêt bancaire international aux pays en voie de développement s'est stabilisé et les Etats-Unis sont devenus le plus important importateur mondial de capitaux, en raison de forts déficits budgétaires et de taux d'investissement privé élevés qui étaient le résultat du programme économique de Reagan. Au fil de la décennie, on a aussi enregistré un

développement notable des activités d'acquisition et de rachat menées sur les marchés boursiers dans tous les pays anglophones. Ce boom des rachats attira l'attention des enchérisseurs étrangers. Ainsi, à la fin des années 1980, les offres publiques d'achat étrangères pour des sociétés établies aux Etats-Unis et en Angleterre ont atteint le niveau de 1-2% du PNB, contre presque rien pendant la plus grande partie de la période de l'après-guerre. Les marchés boursiers anglo-saxons ont attiré les enchérisseurs étrangers, d'une part parce qu'ils sont relativement ouverts par rapport aux marchés d'Europe continentale ou du Japon, et, d'autre part, à cause de la forte dépréciation de la valeur du dollar US après 1985. A bien des égards, le décollage des marchés boursiers des pays en voie de développement a été une extension naturelle de l'expansion mondiale de la titrisation. Ce décollage n'aurait pas eu lieu sans le changement d'idéologie économique intervenu dans les pays en voie de développement; mais le fait que les deux événements se soient chevauchés a considérablement accéléré la vitesse de la transition.

Le monde avant 1914

12

Contrairement à ce que prétendent plusieurs commentateurs de Wall Street, qui présentent la récente expansion des marchés des valeurs émergents comme un phénomène totalement nouveau, celle-ci est en fait très semblable aux développements économiques de la fin du 19ème siècle. On avait assisté au cours des cinquante années qui précédèrent la première Guerre mondiale à une vaste expansion des flux de capitaux en provenance d'Angleterre, de Hollande et d'autres pays européens, vers l'Amérique du Nord, l'Argentine, l'Australie et autres régions dites d'établissement récent, précisément par le canal des marchés des titres et des obligations. Pendant la plus grande partie de cette période, l'Angleterre avait des excédents représentant 8-9% de son PNB et qu'elle recyclait par des achats massifs d'obligations émises pour financer la construction de chemins de fer, les plantations et autres projets d'infrastructure étrangers. Comme Herbert Feis l'a expliqué dans son "Histoire financière des investissements étrangers européens au 19ème siècle", la sortie massive de capitaux étrangers privés hors d'Angleterre et d'autres économies européennes matures a été l'une des forces les plus révolutionnaires de l'économie mondiale au cours de cette période.

Du fait des importants investissements étrangers de l'Angleterre, Londres était le centre financier mondial dominant avant 1914. En 1910, lorsque la valeur libérée totale de tous les titres négociables dans le monde atteignait 32,6 milliards de livres sterling, la capitale anglaise réunissait à elle seule pour 10,7 millions de livres, soit 32,8% du total. Simultanément,

les titres étrangers, qui représentaient 8% du marché londonien au début des années 1850, étaient passés à 53% en 1913. Au reste, il n'est guère surprenant que Londres ait dominé les échanges de titres internationaux; avant 1914, le total des investissements de portefeuille et directs de l'Angleterre représentait probablement une somme égale à 180% de son PNB.

Par ailleurs, la poussée de l'investissement hors d'Angleterre et des autres pays européens a stimulé une croissance économique beaucoup plus rapide en Amérique du Nord, en Amérique du Sud et dans d'autres nations importatrices de capitaux, que dans les vieux pays industrialisés d'Europe. Ainsi, l'économie américaine a augmenté à un taux annuel de 4,3% entre 1870 et 1913, contre 6,4% pour l'Argentine, 4,1% pour le Canada et 3,2% pour l'Australie. En Europe, au contraire, l'économie anglaise s'est développée à un rythme annuel de 1,9%, tandis que le taux de croissance annuelle de la France n'était que de 1,6%. L'économie allemande a progressé à un taux annuel de 2,8% en raison de la relance de la productivité et de la production résultant de l'unification. La rapide croissance de la production des nouvelles économies en voie de développement provoqua un essor sans précédent du volume du commerce international au cours du 19^{ème} siècle, lequel a été multiplié par plus de 25 en un siècle. Malgré le développement du protectionnisme dans les dernières décennies du 19^{ème} siècle, le taux de croissance moyen du commerce mondial est resté à 3,4%, contre 2,1% pour la production industrielle. On assista aussi à une migration sans précédent de population d'Europe vers les nouvelles régions d'établissement, aussi bien qu'à un important flux de population entre les colonies européennes en Asie et en Afrique; ces mouvements migratoires résultaient de demandes de main d'œuvre générées par l'expansion de l'agriculture commerciale et l'industrialisation. Ainsi, entre 1840 et 1940, plus de 40 millions de personnes quittèrent l'Europe pour le Nouveau Monde ou les colonies européennes du Pacifique.

Les progrès technologiques ont également joué un rôle primordial en permettant de réduire le coût des transferts commerciaux et de capitaux à la fin du 19^{ème} siècle. Ainsi, l'introduction de la marine à vapeur et des chemins de fer a diminué considérablement le coût du fret sur de longues distances. Le développement des télécommunications a aussi notablement restreint le coût des échanges de titres entre les différents centres financiers et, partant, a stimulé une croissance plus rapide des investissements étrangers. C'est en 1851 que fut posée la première ligne de télégraphe entre Londres et le continent européen, et le trafic s'est développé rapidement au cours des 30 années suivantes. En 1899, il fut échangé 3,6 millions de télégrammes entre l'Angleterre et le reste de l'Europe; ce total

a grimpé à 6,5 millions en 1907, soit un télégramme toutes les cinq secondes. Les câbles vers New York furent installés en 1866, vers Melbourne en 1872, et vers Buenos Aires en 1874. En 1880, 9 câbles reliaient Londres à New York, et le prix des télégrammes a chuté notablement: tandis qu'un télégramme d'un mot coûtait 20 livres (100 dollars US) en 1866, on ne payait plus qu'une livre sterling en 1902, puis 10 pences en 1906.

Dans son célèbre traité de 1919, *Les conséquences économiques de la Paix*, John Maynard Keynes décrivait à quel point le processus d'intégration économique mondiale avait modifié le cours de l'existence quotidienne. Mais la première guerre mondiale a balayé cette ère d'extraordinaire progrès humain, qui a laissé l'Allemagne avec un important fardeau de réparations et une faim politique de revanche qui contribuèrent au triomphe du parti nazi lors de la crise économique du début des années 1930. Les défaites militaires russes au cours des premières phases de la guerre ont préparé la prise du pouvoir par Lénine à Saint-Petersbourg en 1917 et l'émergence du communisme comme la plus importante idéologie rivale du capitalisme et de la démocratie. Les dépenses de la guerre contraignirent l'Angleterre à liquider d'importantes portions de ses portefeuilles d'investissement outre-Atlantique, affaiblissant sa position de banquier du monde et son rôle de soutien des politiques de libre échange, contrepartie naturelle de ses exportations de capitaux. Au lendemain de la guerre, l'Angleterre essaya de rétablir l'étalon or et de restaurer Londres dans son ancien rôle de centre bancaire mondial; mais ses prix nationaux n'étaient pas assez flexibles, ni sa force financière suffisante pour ramener la livre sterling à son ancienne parité vis-à-vis de l'or ou pour exporter des capitaux aussi massivement qu'avant la guerre. Les Etats-Unis étaient prêts à assumer le rôle de l'Angleterre comme banquier du monde, mais ils provoquèrent un engorgement considérable de l'économie mondiale en augmentant fortement leurs droits de douane au cours des années 1920. De fait, les politiques commerciales protectionnistes de l'Amérique encouragèrent une spirale ascendante des tarifs douaniers sur tout le globe dans les années 1920 et au début des années 1930. Cet essor du protectionnisme aggrava considérablement la récession économique qui était déjà engagée, provoquant une diminution de moitié du commerce mondial en termes de valeur et une réduction d'un autre quart en termes de volume, au cours des années 1930.

Les forces de l'intégration économique mondiale n'étaient pas assez puissantes pour contenir les rivalités tribales et le nationalisme ethnique qui dominaient encore le paysage politique européen au début du 20ème siècle: elles ne suffirent pas à prévenir le déclenchement de la première guerre mondiale. Malgré l'internationalisation du marché des biens et des

capitiaux, le marché politique ne dépassait pas l'échelon national et plusieurs gouvernements continuaient d'adhérer à une idéologie économique mercantiliste. Les Etats-Unis maintinrent des tarifs douaniers élevés au cours du 19^{ème} siècle afin d'encourager le développement des industries de transformation. D'ailleurs, le ressentiment contre la lourde protection douanière pratiquée par les Etats industriels du Nord a même largement contribué à pousser les Etats agricoles du Sud à faire sécession en 1861. Egalement, après son unification politique en 1870, l'Allemagne a imposé des tarifs douaniers élevés afin de favoriser une industrialisation plus rapide et de rattraper l'industrie anglaise. L'Angleterre, quant à elle, n'a jamais restreint l'accès à son marché national, mais elle contrôlait les schémas commerciaux des pays de son Empire, en particulier l'Inde, afin de s'assurer un excédent commercial suffisant pour compenser l'érosion de sa position commerciale en Europe et en Amérique du Nord.

Bien que les marchés des capitaux de Londres aient été relativement ouverts, la France et l'Allemagne s'efforcèrent au contraire d'orienter leurs exportations de capitaux vers des pays qui étaient perçus comme des alliés politiques ou des satellites économiques potentiels. Selon Feis, le gouvernement français surveillait très étroitement les sorties de capitaux et s'employait à les canaliser vers ses alliés politiques. La France était aussi très sensible au déploiement de sa richesse extérieure parce qu'elle avait eu recours à des ventes de titres étrangers pour payer les réparations de guerre à l'Allemagne après sa défaite en 1871.

15

La Russie impériale fut l'un des principaux bénéficiaires du contrôle du gouvernement français sur les flux de capitaux. Bismarck avait interdit la vente d'obligations russes pendant les années 1880, investissement de médiocre qualité selon lui. La fermeture du marché des capitaux allemands aux junk bonds russes s'est avérée l'une des décisions financières les plus fatales de la fin du 19^{ème} siècle; car si l'Allemagne, plutôt que la France, avait financé le système ferroviaire russe, il n'y aurait peut-être pas eu de première guerre mondiale ou l'issue en eût été très différente. En effet, dans le cadre de cette politique, la France investit lourdement dans les obligations russes et n'eut qu'une position limitée d'investissement en Allemagne. Simultanément, le gouvernement allemand régla aussi ses exportations de capitaux parce que ce pays jouissait d'un taux d'investissement national élevé par rapport à l'Angleterre, et que son gouvernement estimait que les précieux capitaux allemands devaient être exclusivement alloués à des pays amis. Par ailleurs, comme Marcello De Cecco l'a expliqué dans son ouvrage sur l'histoire financière du 19^{ème} siècle, les Allemands étaient aussi beaucoup plus agressifs que les Anglais lorsqu'il était question d'employer des crédits commerciaux pour relancer les exportations.

Ainsi, si la guerre n'avait pas éclaté, les Etats-Unis et l'Allemagne seraient très probablement devenus des partisans plus acharnés du libre échange pendant les années 1920 en raison de leur réussite industrielle. Entre 1870 et 1913, la part de l'Amérique dans la production de transformation mondiale était passée de 23,3% à 35,8%, tandis que celle de l'Allemagne avait augmenté de 13,2% à 15,8%. Celle de l'Angleterre, à la différence, avait régressé de 31,8% à 14,0%. Au vrai, le premier grand mouvement de réduction des tarifs douaniers de l'histoire moderne des Etats-Unis ne date pas du lendemain de la seconde guerre mondiale, après l'avènement de ce pays au rang de super-puissance mondiale; mais il eut lieu en 1913, lorsque le gouvernement américain ramena les droits de douane à un niveau qui ne devait être atteint de nouveau qu'à la fin des années 1950. Plusieurs facteurs ont encouragé cette diminution à la veille même du déclenchement de la Guerre. En particulier, au cours des dix années précédentes, les Etats-Unis avaient passé un certain nombre d'accords bilatéraux de réduction tarifaire avec des pays d'Amérique latine; à chaque fois, la baisse du tarif avait provoqué une hausse des exportations et ainsi démontré les bénéfices d'une libéralisation commerciale. En 1913, les Etats-Unis étaient de plus en plus préoccupés par la poussée du sentiment protectionniste en Angleterre, pays qui «consommait» encore près de 25% des exportations américaines. Ils décidèrent d'ouvrir leur marché afin de persuader les Anglais de maintenir des politiques de libre échange. Le passage américain au libre échange à la veille de la première Guerre mondiale a été passé sous silence au cours du débat relatif à la relation unissant les intérêts (militaires) stratégiques et les politiques économiques des Etats-Unis. On admet communément que ces derniers ont adopté le libre échange seulement à cause de leur rôle de super-puissance hégémonique après 1945. Cette perception est complètement erronée. S'il est vrai que le statut de superpuissance de l'Amérique au lendemain de la guerre a encouragé les politiques économiques internationalistes, le fait est que les Etats-Unis ont commencé à libéraliser leurs politiques commerciales bien avant de devenir une super-puissance, et ce pour des raisons purement commerciales. Le secteur de la transformation étant compétitif, ils voulaient donc promouvoir la croissance des échanges commerciaux à la fois sur les nouveaux marchés (Amérique latine) et les marchés traditionnellement importants (Angleterre). Sans la Guerre, l'Allemagne aussi aurait probablement reconnu les avantages d'un régime commercial plus libéral pour ses propres intérêts économiques. En fait, la grande ironie de la première Guerre mondiale est que le succès économique de l'Allemagne était tel avant 1914, qu'il est presque certain que ce pays aurait dominé l'économie européenne dans les années 1920 et 1930, s'il n'avait pas accepté une alliance avec l'Autriche-Hongrie pour précipiter une guerre.

En effet, la production manufacturière de l'Allemagne avait dépassé celle de l'Angleterre dans les premières années du siècle. Le mark gagnait de plus en plus une reconnaissance internationale comme monnaie de réserve et dénominateur d'échange. Si l'on considère tous les efforts déployés par l'Allemagne pour promouvoir la compétitivité industrielle - éducation universelle (*universal education*), crédits d'exportation bon marché, création de sociétés à fort coefficient de capital, utilisation d'une technologie nouvelle - il est certain que son secteur industriel aurait continué de l'emporter, au cours des années 1920, sur les plus petites sociétés de type familial de l'Angleterre. De fait, c'est essentiellement parce qu'elle s'inquiétait de l'avance économique rapide de l'Allemagne que celle-ci a commencé à organiser des écoles techniques pour ses propres travailleurs.

Après la seconde guerre mondiale, les nations occidentales dominantes ont consciencieusement essayé de recréer plusieurs éléments du système économique international qui avait existé au cours de l'âge d'or antérieur à 1914. Ils établirent le FMI pour fixer les règles de la conduite de la politique de change et les relations monétaires internationales, la Banque mondiale pour financer la reconstruction de l'Europe et le développement économique du tiers monde, et le GATT pour promouvoir un système commercial libéral. Au cours des deux décennies qui suivirent le retour de la paix, ces institutions fonctionnèrent extrêmement bien et l'on enregistra une croissance spectaculaire de la production et du commerce du monde occidental, tandis que les niveaux moyens des tarifs douaniers chutèrent de 40% à 5%. Dans les années 1960, les principaux pays industriels mirent aussi graduellement fin aux contrôles des devises, le secteur privé circonvenant par ailleurs ceux qui restaient, par la création d'importants marchés *off-shore* pour les services bancaires et financiers. Mais l'ordre mondial qui émergea après 1945 était encore nettement moins libéral que celui qui avait prévalu pendant cet âge d'or.

Dans les riches pays industrialisés, les restrictions sur les exportations de capitaux et le commerce des marchandises agricoles étaient bien plus nombreuses qu'avant 1914. Bien que le GATT se soit avéré un grand succès pour ce qui regarde les produits manufacturés, les pays industrialisés ont imposé des contraintes accrues sur le commerce des textiles et ont mutilé le commerce mondial des produits agricoles en subventionnant lourdement leur propre secteur agricole. En conséquence, les importations mondiales de produits manufacturés représentent maintenant 3 trillions de dollars US contre 820 milliards pour les matières premières, alors qu'en 1913 ces dernières représentaient près de 64% des échanges mondiaux. Egalement, au cours des années 1970 et 1980, plusieurs pays industrialisés ont durci leur attitude face à l'immigration massive, de

manière très nette par rapport à leurs positions du début du siècle ou de l'après seconde guerre mondiale. Les Etats-Unis et l'Australie réduisirent leurs contrôles sur l'immigration venant d'Asie; mais la France, l'Angleterre et les autres pays européens commencèrent à limiter l'immigration en provenance de pays qui avaient jusqu'alors bénéficié d'un accès considéré comme un produit dérivé de leur statut colonial. En outre, on est de plus en plus favorable aujourd'hui en France et en Allemagne à l'imposition de contrôles sur l'immigration encore plus sévères, malgré le risque de pénurie de main d'œuvre au début du 21ème siècle. Enfin, l'héritage politique des deux guerres mondiales a laissé le monde bien plus divisé idéologiquement et économiquement qu'il ne l'avait été depuis le début de la révolution industrielle. Après 1918, la Russie s'est rapidement retirée du système économique mondial. En 1949, les deux tiers de l'Eurasie et plus d'un milliard d'individus vivaient sous le régime communiste. Dans les années 1950 et 1960, la liquidation des empires coloniaux européens en Afrique et en Asie a conduit à la création de plusieurs entités politiques nouvelles et exposées, qui ont adopté des politiques économiques interventionnistes afin d'affermir un sentiment national et pour soutenir la puissance économique des nouvelles élites qui avaient pris la relève des anciens dirigeants coloniaux. Plusieurs pays, qui figuraient en rose sur les cartes mondiales dans les jours de l'Empire britannique, embrassèrent des idéologies économiques favorisant le contrôle étatique sur les investissements et les substitutions d'importations («import substitution»), et repoussant une allocation des ressources en fonction des tendances du marché, et une croissance tournée vers l'exportation.

18

En Amérique latine aussi, les idéologies interventionnistes ont acquis une certaine popularité au cours des années 1950. Des pays qui avaient prospéré pendant l'ère de libre échange grâce à leurs exportations de marchandises agricoles (Argentine et Uruguay), sont tombés dans une impasse économique volatile d'investissements dirigés par l'Etat, de substitutions d'importations forcées, de productivité chancelante, et de luttes politiques perturbatrices relatives aux diminutions des revenus nationaux. Malgré le succès industriel du Brésil, la part des exportations dans le PNB de l'Amérique latine a chuté de 20% en 1900 à seulement 7%. Et plusieurs pays en voie de développement d'Amérique latine et d'Asie du Sud maintiennent encore aujourd'hui des tarifs douaniers bien supérieurs à ceux qui étaient en vigueur en Europe continentale au 19ème siècle.

La division politique du monde en systèmes d'économie de marché et en systèmes d'économie dirigée («non-market oriented systems») a coïncidé avec une expansion démographique prodigieuse dans les pays en voie de développement, laquelle a magnifié l'impact de leurs performances économiques déclinantes sur la croissance des revenus *per capita*. A la

fin des années 1980, plus de 3 milliards d'individus vivaient dans des pays avec des revenus annuels par tête inférieurs à 500 dollars US et 500 autres millions dans des pays où ces revenus montaient à 500-1000 dollars US seulement. Même s'il n'y a pas eu de parfaite corrélation système politique-niveau de revenu, il n'en demeure pas moins que la grande majorité des individus les plus pauvres du monde vivaient dans des pays d'économie dirigée. Entre 1950 et 1989, les revenus réels *per capita*, en Asie, ont augmenté en moyenne de 3,6% par an, contre un rythme de croissance annuelle de 1,2% en Amérique latine. En Afrique sub-saharienne, les revenus réels se sont accrus de seulement 0,8% par an et ils ont en réalité décliné au cours des vingt dernières années. Les pays qui ont suivi des politiques d'économie de marché après 1945 l'ont aussi largement emporté sur ceux qui ont conduit la révolution industrielle aux 18ème et 19ème siècles. Ainsi, il a fallu 60 ans à l'Angleterre pour doubler son revenu réel *per capita* après le début de la révolution industrielle, dans les années 1780; 50 ans aux Etats-Unis pour doubler leur revenu réel *per capita* après 1840 (bien que la guerre civile ait retardé l'évolution) et 35 ans seulement au Japon pour faire la même chose après 1885. Mais dans la période moderne, le Brésil a doublé son revenu réel *per capita* en 18 ans, après 1961, et la Corée du Sud en 11 ans, après 1966. Les divergences au sein du monde communiste ont été également frappantes. Entre 1977 et 1987, la Chine est parvenue à doubler son revenu réel *per capita* grâce à des réformes d'économie de marché qui ont augmenté la production agricole et développé le commerce extérieur. En URSS, au contraire, la production est stagnante ou déclinante depuis plusieurs années; l'enquête récente du FMI sur l'économie soviétique a estimé son revenu réel *per capita* en 1989 à seulement 1.700 dollars US, soit moins que le Mexique.

19

La division du monde, après 1945, en systèmes d'économie de marché libéraux et systèmes d'économie dirigée par l'Etat, a été la résultante de diverses forces historiques. La seconde guerre mondiale a détruit la volonté européenne de soutenir le coût des empires coloniaux en Afrique et en Asie. Egalement, plusieurs dirigeants politiques qui ont pris le pouvoir en Afrique, en Asie et en Amérique latine au cours des années 1950, avaient été formés dans les universités européennes et nord-américaines, à une époque où la Grande Dépression avait fortement érodé tout soutien intellectuel aux systèmes d'économie de marché, l'Union Soviétique passant largement pour une réussite économique. Les nations industrialisées favorisèrent alors le développement du nationalisme dans les pays en voie de développement, en poursuivant elles-mêmes des politiques commerciales discriminatoires dans le domaine de l'agriculture et du textile, et en canalisant les flux de capitaux vers le tiers monde au moyen de programmes d'assistance officiels, plutôt que par le biais d'institutions économi-

ques tournées vers le marché.

La fin du grand schisme politique et idéologique qui a divisé l'économie internationale après 1945 a créé le potentiel pour un nouvel élan extraordinaire de progrès humain, semblable à celui qui s'est produit au 19^{ème} siècle grâce à l'essor technologique et au développement des régions dites «d'établissement récent». De même qu'au 19^{ème} siècle la croissance de la production, des investissements et du commerce a été lancée par la création d'un marché global des biens et des capitaux renfermant plusieurs nouvelles régions, aussi bien l'économie mondiale des années 1990 pourrait-elle bénéficier de la libéralisation des systèmes d'économie dirigée sous lesquels plus de 3 milliards d'individus vivent depuis bien des décennies, bien au-dessous de leur potentiel productif. De fait, le terme de «régions de retour au marché» («regions of market re-entry») pourrait devenir, pendant les années 1990, un vocable aussi populaire pour la classification économique d'anciens pays à économie dirigée, que le fut l'expression «régions d'établissement récent» parmi les historiens économistes du début de ce siècle.

Les conséquences économiques du boom boursier des PVD

20

La renaissance des bourses des pays en voie de développement a eu un impact positif sur leur capacité à importer des capitaux et à stimuler la croissance de leurs taux d'investissement. En 1993, les flux de capitaux internationaux en direction des marchés boursiers des pays émergents ont atteint la somme de 52 milliards de dollars US, contre 15,8 milliards de dollars US en 1991 et 3,4 milliards de dollars US en 1988. Par ailleurs, les pays en voie de développement ont aussi amélioré leur accès aux marchés obligataires mondiaux. Ainsi, en 1993, ils ont vendu pour 84 milliards de dollars US d'obligations sur le marché international des capitaux, contre 28,6 milliards de dollars US en 1990.

L'accès retrouvé aux capitaux des pays en voie de développement a modifié la balance des paiements de l'Amérique latine. Selon la Banque mondiale, les flux de capitaux titrisés (actions, obligations, papiers commerciaux) vers l'Amérique latine ont atteint 19,2 milliards de dollars US en 1992, contre 1,4 milliard de dollars US en 1990. Comme la croissance des entrées de capitaux a souvent été supérieure à la demande d'importation, les réserves de devises de l'Amérique latine ont également dépassé les 100 milliards de dollars US à la fin de l'année 1993, soit le niveau le plus élevé du siècle. Ironiquement, certains pays d'Amérique latine, comme le Mexique et l'Argentine, ont même connu des problèmes pour contrôler les répercussions monétaires de ces importants afflux de capitaux. En effet, comme ils s'efforcent de maintenir leurs monnaies dans des fourchettes de

change fixe, ils éprouvent parfois des difficultés à stériliser la croissance de leurs réserves de devises étrangères. Par ailleurs, les pays d'Asie de l'Est ont aussi bénéficié de l'intérêt accru des investisseurs étrangers pour les marchés des valeurs des pays en voie de développement; mais puisqu'ils disposent de taux d'épargne domestique bien plus élevés que ceux des pays d'Amérique latine, l'impact sur leurs performances économiques a été bien moindre. En effet, le taux d'épargne des pays en voie de développement situés dans l'hémisphère occidental est seulement d'environ 17%, contre 30% pour l'Asie. Certaines nations d'Asie de l'Est, comme la Thaïlande et la Malaisie, ont également pu financer d'importants déficits extérieurs essentiellement grâce à un essor de l'investissement direct étranger en provenance du Japon. Ainsi, dans le cas de la Thaïlande, les investissements japonais ont acquis une telle importance que les sociétés japonaises emploient désormais 7% de la main d'œuvre manufacturière thaïlandaise.

Les gouvernements des nouvelles économies de marché ont favorisé l'afflux de capitaux sur les marchés des valeurs en libéralisant les restrictions pesant sur les investissements étrangers et en privatisant des entreprises détenues par l'État. Les privatisations ont connu un franc succès dans certains pays, au Mexique par exemple, et, plus généralement, le volume de celles réalisées dans les pays en voie de développement a gonflé de 2,6 milliards de dollars US en 1988 à 17,4 milliards US en 1991, et 23,2 milliards US en 1992. Les privatisations des pays en voie de développement représentent près de la moitié des 47,7 milliards de dollars US de privatisations opérées dans le monde l'année dernière, contre seulement 6% des 39 milliards de dollars US réalisées en 1988. Leur multiplication a aussi favorisé un rapatriement des capitaux «en fuite» qui avaient quitté l'Amérique latine au moment de la crise de la dette des années 1980. Certains observateurs ont estimé qu'à son sommet, le montant des dépôts de mexicains fortunés dans le système bancaire américain (US) était plus important que la masse des prêts des banques américaines au Mexique. Dans les années 1990, d'autres économies qui se sont récemment tournées vers le marché devraient encore pouvoir attirer «à la maison» des capitaux en fuite, également au moyen de privatisations. Du fait de l'effondrement de la valeur du rouble, par exemple, de nombreux exportateurs russes ont entassé des dollars US sur des comptes de banques étrangères. Mais si la Russie parvient à créer une monnaie saine et à établir des marchés des valeurs crédibles, alors elle pourrait rapatrier près de 15-20 milliards de capitaux en fuite, soit une somme supérieure à l'assistance officielle fournie par l'Ouest à ce pays.

Les politiques de libéralisation économique des années 1990 ont permis aux pays en voie de développement d'étendre leur part dans le commerce mondial - et pas seulement dans les flux de capitaux mondiaux. Entre 1986

et 1991, la part dans leur PNB des importations en provenance de pays industrialisés est passée de 12,1% à 13,9%, tandis que celle des exportations vers les pays industrialisés a augmenté de 13,5% à 15%. Les Etats-Unis ont largement profité de l'amélioration des conditions économiques de l'Amérique latine. Ainsi, au cours de la période 1990-1992, leurs exportations vers l'Amérique latine ont progressé à un taux annuel de 16,5% contre seulement 3% pour les principales nations industrialisées.

La Banque mondiale a récemment révisé ses estimations relatives au PNB mondial, afin de prendre en compte l'importance accrue des pays en voie de développement dans l'économie mondiale. En ajustant ses estimations antérieures du PNB nominal eu égard aux différences de parité du pouvoir d'achat, elle a révisé à la hausse ses chiffres concernant la part des pays en voie de développement dans la production mondiale, laquelle est passée de 17% à 34% — les anciens pays communistes représentant à eux seuls une augmentation de 11%. D'après les nouveaux chiffres, l'Asie représente 17,7% de la production mondiale, contre 7,3% précédemment, l'Amérique latine 8,2% au lieu de 4,4%, et l'Afrique 4,05% contre 1,7% d'après les anciennes estimations. Par ailleurs, il a été procédé à des ajustements à la baisse dans les parts de toutes les nations industrialisées, mais la plus sévère a concerné le Japon en raison de prix fonciers et autres particulièrement élevés dans ce pays: suivant les nouveaux tableaux reflétant les parités de pouvoir d'achat («PPP based»), la part du Japon dans la production mondiale est seulement de 7,6% au lieu de 14,6%. Enfin, la part globale du PNB européen a aussi chuté de 24,8% à 18,5% tandis que celle des Etats-Unis est passée de 29,7% à 22,47%.

Dans la mesure où les pays en voie de développement regroupent près de 80% de la population mondiale, il faut s'attendre à de nouveaux changements importants dans la composition de la production mondiale au cours des années 1990. En effet, les démographes prévoient que c'est dans ces pays que se concentrera l'essentiel de la croissance de la main d'œuvre mondiale au cours des cinquante prochaines années. Les taux de natalité de l'Europe et du Japon ont chuté à des niveaux si bas que leurs populations indigènes vont bientôt diminuer. En conséquence, on assistera, soit à une massive importation de main d'œuvre en provenance des pays en voie de développement à forte population vers les vieilles nations industrialisées, soit à des sorties de capitaux destinées à générer de nouvelles sources de production dans les pays en voie de développement. Jusqu'à une époque récente, la principale forme d'adaptation à la pénurie de main d'œuvre en Amérique du Nord et en Europe a consisté en un afflux d'individus en provenance des pays pauvres du Sud. Mais à présent que les pays en voie de développement adoptent des systèmes économiques de marché, on pourrait assister à une transfusion massive de capitaux

des pays riches du Nord vers les pays en voie de développement, comme cela fut le cas au 19^{ème} siècle. De fait, les systèmes de retraite des populations âgées d'Europe, du Japon et des Etats-Unis pourraient finalement dépendre de la réussite des investissements des épargnes excédentaires de ces pays sur les nouvelles bourses à rendements élevés des pays en voie de développement disposant de populations jeunes en expansion.

De nouveaux défis

Les changements structurels actuels dans la composition des sorties de capitaux et dans la production mondiale poseront de nombreux défis pour l'ordre économique international qui s'est mis en place et a évolué au cours de la période de la guerre froide.

D'abord, on comptera de nombreux nouveaux entrants dans le système commercial mondial, avec des traditions économiques et politiques très différentes de celles des joueurs existants. Ces nouveaux acteurs pourraient générer de nouvelles tensions en matière de politique commerciale, autrement plus sérieuses que celles qui se firent jour à la suite de l'émergence du Japon comme grande puissance industrielle. Même si ces nouveaux participants adoptent des politiques économiques de marché, on voit mal pourquoi ils créeraient des systèmes capitalistes plus identiques au système américain que ceux établis par d'autres nations tardivement industrialisées. En outre, dans certains cas, les régimes politiques autoritaires de certains de ces pays pourraient soulever des difficultés en raison de violations ou d'abus des droits de l'homme.

23

Ces facteurs laissent supposer que les tensions commerciales existantes entre les vieux pays industrialisés et les nouvelles économies de marché ne s'évanouiront pas malgré le succès récent des négociations du GATT et la signature d'accords commerciaux économiques régionaux comme NAFTA. Au contraire, il est à craindre que le centre des discussions commerciales se déplacera des questions relatives aux quotas et tarifs douaniers, à d'autres polémiques concernant de nouvelles formes de protection, comme les litiges en matière de «dumping» ou les tentatives visant à lier l'accès au marché pour les pays en voie de développement à leurs politiques en matière d'environnement et de droits de l'homme.

Lors de la conférence de Bretton Woods, on s'est efforcé d'établir une nouvelle organisation commerciale mondiale, en vain, cependant, malgré le succès subséquent du GATT. En effet, l'*Uruguay Round* du GATT a établi les fondements d'une nouvelle Organisation Mondiale du Commerce («World Trade Organization» -WTO) devant faire office de contrôleur du système commercial international et d'arbitre pour la résolution des différends commerciaux. Il sera difficile d'établir la WTO dans un rôle

de gardien efficace du système commercial multilatéral en raison d'une formidable opposition à une libéralisation accrue de toutes les formes de commerce, au moment précisément où les pays en voie de développement recourent volontiers aux contestations en matière de «dumping» pour bloquer les exportations en provenance des vieux pays industrialisés. Plusieurs «congressmen» américains sont de plus en plus séduits par l'idée de créer des lois commerciales «bleues et vertes» qui exigeraient des autres pays une meilleure protection à la fois des travailleurs et aussi de l'environnement, contrepartie nécessaire de leur accès au marché américain. Bien que le traité NAFTA ait établi un précédent pour les accords latéraux en matière de main d'œuvre et d'environnement, il est à craindre que de telles demandes ne conduisent simplement à une nouvelle forme de protection commerciale, si elles ne sont pas contenues par une organisation multilatérale comme la WTO.

24

Il faudrait aussi que celle-ci contribuât à la promotion d'une plus grande libéralisation des politiques des pays en voie de développement en matière de réglementation des investissements directs étrangers. La période moderne a été le théâtre d'un renforcement important des liens unissant le commerce extérieur et l'investissement. Puisque les ventes des sociétés multinationales dans les pays étrangers dépassent nettement désormais le niveau du commerce mondial, ces sociétés ne comptent plus uniquement sur les exportations pour développer leurs ventes. Dans le cas des Etats-Unis et d'autres pays industrialisés, une part accrue des exportations consiste aussi en envois entre les différentes divisions des sociétés multinationales. L'une des raisons de la tension actuelle des relations commerciales entre le Japon et les Etats-Unis tient au fait que ces derniers comptent beaucoup moins d'investissements directs au Japon que dans les autres pays industrialisés. Ainsi, en 1992, le ratio commerce extérieur américain/investissements au Japon était de 5,5, contre seulement 1,5 pour l'Amérique latine. Le Japon a limité les investissements étrangers pendant les 30 années qui ont suivi la deuxième guerre mondiale, et après qu'il eut relâché les contrôles pendant les années 1980, le yen a atteint des niveaux si élevés que plusieurs sociétés étrangères estimèrent qu'il était désormais trop coûteux d'y investir. Par conséquent, de nombreuses entreprises américaines non seulement manquent d'installations manufacturières au Japon, mais elles profitent aussi d'un moins bon accès au système de distribution japonais que celui dont elles jouissent dans les pays où elles sont d'importants investisseurs. L'exemple japonais devrait inspirer les pays en voie de développement et les inciter à réduire les risques de futures tensions commerciales en favorisant un niveau d'investissement direct étranger plus élevé que celui des années 1950 et 1960. Dans le cas de l'Asie de l'Est, le commerce avec les Etats-Unis s'est

développé si rapidement que le ratio commerce-investissement direct est passé à 3,72, mais à présent que les sociétés américaines sont mieux averties des opportunités de croissance de la Chine et d'autres pays de la région, ce ratio devrait diminuer dans les prochaines années.

Les pessimistes soutiennent qu'il sera difficile de prévenir un glissement vers le protectionnisme, parce que les Etats-Unis n'ont plus aujourd'hui les mêmes incitations politiques qui pouvaient motiver, pendant l'ère de guerre froide, leur défense du libre échange. Une telle vision témoigne d'une certaine ignorance de l'histoire américaine. En vérité, comme nous l'avons vu plus haut, le premier grand mouvement américain en faveur du libre échange ne date pas de l'après seconde guerre mondiale, mais remonte au contraire à la veille même de la première guerre mondiale.

En dépit d'un important déclin de leur part dans le PNB mondial depuis 1950 (de 50% à 22%), les Etats-Unis conservent un sérieux intérêt commercial à soutenir le libre échange: ils sont un leader évident dans plusieurs secteurs technologiques de pointe; le dollar américain est très compétitif; les Etats-Unis entretiennent des liaisons commerciales et d'investissement avec plusieurs pays en voie de développement en Asie de l'Est et en Amérique latine, beaucoup plus fortes que celles qui unissent l'Europe à ces mêmes pays. Par ailleurs, puisque ce pays est devenu un débiteur extérieur et continuera probablement d'importateur des capitaux pendant plusieurs années, il a aussi un intérêt stratégique à poursuivre des politiques qui encouragent une croissance par les exportations («export led growth»). Partant, il pourrait poursuivre des politiques commerciales agressives au nom de l'ouverture du marché, particulièrement vis-à-vis du Japon; mais il est peu probable qu'il impose de nouvelles barrières aux importations, à moins d'un rétablissement des conditions financières qui produirait une importante surévaluation du taux de change du dollar.

Au vrai, c'est en Europe que l'on se trouvera le plus exposé aux plus grands risques de développement du protectionnisme. En effet, celle-ci souffre actuellement de taux de chômage élevés et connaît un retard certain dans la création de secteurs technologiques de pointe compétitifs, sans oublier que certains pays européens ont en outre une longue tradition mercantiliste derrière eux. Mais, malgré les médiocres performances de l'économie européenne au cours des dernières années, la Communauté n'a pas pu résister à la pression mondiale en faveur d'une plus grande libéralisation commerciale. Certes, la fin des années 1990 sera marquée par un certain relâchement des barrières commerciales agricoles européennes et par une réduction des subventions agricoles; également, la Communauté européenne a accepté d'assurer de meilleurs accès pour les exportations de produits manufacturés en provenance de plusieurs pays d'Europe de l'Est; enfin, plusieurs pays européens sont des partisans

bien plus acharnés du GATT et de la nouvelle WTO que ne l'est le gouvernement des Etats-Unis. Cependant, aussi longtemps que le taux de chômage de l'Europe restera élevé, on court le risque d'une régression protectionniste de la politique commerciale. En conséquence, la conduite de la politique macro-économique des cinq prochaines années déterminera de façon aussi décisive l'évolution de la politique commerciale, que le débat sur le GATT, les accords commerciaux régionaux et les autres aspects de politique micro-économique influençant l'accès au marché dans la Communauté européenne.

Le récent *Uruguay Round* des discussions du GATT a été le premier débat réunissant un grand nombre de pays en voie de développement. Mais comme ces rencontres se sont étendues sur plusieurs années embrassant l'effondrement du communisme, elles ont finalement intégré dans leur cadre plusieurs des fonctions de la conférence de Bretton Woods de 1945. Ces discussions constituaient le seul forum économique international où les pays industrialisés et les pays en voie de développement ont pu énoncer et souligner les différentes craintes et tensions qu'avait suscité l'arrivée de si nombreux nouveaux joueurs dans le système économique mondial. Mais puisque l'ordre du jour initial de l'*Uruguay Round* était antérieur à la fin de la guerre froide, plusieurs questions demeurent, qui devront être envisagées par la nouvelle WTO. Au lendemain de la conférence de Bretton Woods, le système du GATT a su et pu évoluer sans le secours d'un important secrétariat permanent, parce qu'il existait un consensus entre les principales nations industrialisées sur plusieurs aspects de la politique commerciale. Dans le nouveau système économique multipolaire apparu depuis la fin de la guerre froide, le système commercial aura besoin d'une autre institution, comme la WTO, pour arbitrer les querelles commerciales qui résulteront de l'intégration accrue de pays disposant de niveaux d'organisation politique et économique très divergents et également de niveaux de revenus très inégaux.

26

Contrôler le cycle d'affaires mondial

Les pays du G-7 devront aussi poursuivre des politiques macro-économiques capables de favoriser l'intégration économique mondiale en générant des cycles d'affaires moins extrêmes que ceux des années 1990. Cette tâche comprendra plusieurs dimensions renfermant les politiques macro-économique et micro économique. Des taux de change flexibles continus seront indispensables pour permettre à l'économie mondiale de s'adapter aux chocs des prix relatifs résultant du retour de 3 milliards d'individus sur le marché mondial des biens et des capitaux. La Communauté Economique Européenne devra supprimer différentes prati-

ques restrictives sur le marché du travail et aussi les charges sociales qui ont inhibé sa création d'emploi depuis les années 1960. Il faudra de nouveau s'efforcer d'accroître les taux d'épargne des pays de l'hémisphère occidental et tâcher de réduire les déficits des gouvernements européens, de manière à diminuer le risque d'une pénurie d'épargne mondiale et aussi pour prévenir de fortes augmentations des taux d'intérêt réels au cours de la seconde moitié des années 1990.

La reprise économique de l'Amérique a été le principal moteur de la croissance de l'économie mondiale depuis 1992. En effet, le «credit crunch» qui, au début des années 1980, a étranglé la création de petites entreprises s'est relâché depuis, et les Etats-Unis connaissent actuellement une robuste croissance de la consommation et de l'investissement privés, tandis que les politiques fiscales demeurent contractionnaires. On observe également de nombreux signes de reprise économique en Europe. A la suite du réaligement des monnaies et des déclinés des taux d'intérêts survenus à la fin de l'année 1992, l'Angleterre, la Scandinavie, l'Italie, l'Espagne bénéficient à présent d'un mélange de croissance sensiblement améliorée des exportations et d'un accroissement modeste de la consommation domestique. L'économie allemande jouit d'une hausse de la demande d'exportations de biens d'équipement du fait des expansions actuelles des Etats-Unis et de l'Asie de l'Est. Mais l'Europe aura du mal à traduire cette modeste reprise des exportations et de la dépense domestique dans un style de création d'emploi à l'américaine, aussi longtemps qu'elle ne procédera pas à plusieurs changements dans ses politiques d'emploi, comme les coûteux programmes d'indemnisation obligatoire («mandated benefit programs»), et qu'elle conservera des coûts de licenciement élevés et des salaires minimum non compétitifs.

De tous les pays du G-7, le Japon est celui qui dispose de l'économie la plus faible; il a été fortement affecté par le triple choc d'une crise bancaire, d'un yen fort, et d'une contraction de plusieurs années des dépenses d'investissement. L'impôt personnel devrait être réduit cet été, mais la croissance totale du revenu personnel continuera d'être limitée par l'énorme érosion des bénéfices des sociétés enregistrée depuis 1989 (80%). Le Trésor américain a reproché au Japon de ne pas poursuivre une politique macro-économique plus expansionniste en dépit du fait que son ratio «net public»-PNB est seulement de 6%. Mais le gouvernement japonais n'a pas pu maintenir d'importantes réductions fiscales sur plusieurs années, parce qu'il n'existe pas de consensus interne sur les moyens de restreindre le déficit budgétaire de la fin des années 1990. Le Ministère des Finances est opposé à toute forme de financement du déficit, tandis que le Parti socialiste et les membres de la gauche de la coalition gouvernementale initiale de Hosakawa ont rejeté les propositions visant à exploiter les

réductions de l'impôt sur le revenu par une augmentation de l'impôt sur la consommation de 3% à 7%.

Si cette impasse politique suggère que la reprise économique japonaise sera inférieure à la reprise mondiale des années 1995-1996, l'actuel excédent se résorbera en réponse au yen fort. Mais il reste à déterminer quelle sera l'attitude des autres pays du G-7 face aux excédents subsistants du Japon, si l'on commence à enregistrer une croissance mondiale rapide des taux d'intérêt, en raison d'une collision entre les demandes en capitaux en provenance des nouvelles économies de marché et des vieux pays industrialisés. Pour le moment, la plupart des pays industrialisés sont légèrement déficitaires à cause de déséquilibres d'épargne dus à d'importants déficits gouvernementaux ou à de faibles taux d'épargne privée. Or, ces déficits sont potentiellement perturbateurs, car les vieux pays industrialisés devraient actuellement déployer des excédents d'épargne sur les nouvelles économies de marché à forte croissance, et non pas importer des capitaux. En 1993, le taux d'épargne brut des pays industrialisés atteignait 19,4%, contre 23% à la fin des années 1970. Par ailleurs, leur taux d'épargne privée a chuté de 21,5% à 19,8%, tandis que le secteur public est passé d'épargnes positives égales à 1,4% du PNB à un déficit de 0,5% du PNB - mais sans le Japon, la détérioration des taux d'épargne de l'OCDE aurait été beaucoup plus importante. Aux Etats-Unis le taux d'épargne brut a chuté de 20,8% à la fin des années 1970 à 14,8% en 1993, alors que le taux d'épargne privée est tombé de 18,8% à 16,1%, et que le secteur public a basculé d'un excédent d'épargne égal à 1,9% du PNB à un déficit de 1,3% du PNB. Le taux d'épargne de la Communauté Européenne est tombé d'un excédent de 0,2% du PNB à un déficit de 3,2% du PNB; en revanche, le taux d'épargne privée en Europe a augmenté de 21,5% à 21,9%.

Le niveau insuffisant de l'excédent des épargnes privées des vieux pays industrialisés - à l'exception du Japon -, suggère que la récente augmentation des rendements des obligations mondiales n'est pas seulement due à une crainte de l'inflation de la part des investisseurs. Elle provient probablement aussi de l'inquiétude de ces derniers face à une reprise de la demande de crédit privée émanant des vieux pays industrialisés et des nouvelles économies de marché; or cette demande vient se heurter aux faibles taux d'épargne privée et aux importants déficits gouvernementaux du milieu des années 1990. Les taux d'intérêt réels augmentent parce que les intentions d'investissement s'accroissent plus rapidement que l'offre mondiale d'excédent d'épargne. Le Tableau 3 montre les changements prévus au milieu des années 1990 dans le solde courant de 33 nouvelles économies de marché et de plusieurs pays en voie de développement d'Asie. En 1995, ce groupe pourrait compter un déficit courant cumulé de 66,6 milliards de dollars US, contre un excédent de 8,2 milliards en 1989. Si

l'on soustrait Taiwan et Hong Kong, le déficit grimpe à 83,1 milliards de dollars US, au lieu de 13,4 milliards de dollars US en 1989.

L'Amérique du Nord et l'Amérique latine pourraient être les plus vulnérables à une telle collision, parce les différents pays de l'hémisphère occidental ont actuellement des dettes extérieures et sont souvent importateurs de capitaux. Les nations en voie de développement de l'hémisphère occidental ont enregistré un taux d'épargne brut de 16,6% seulement en 1993, contre 17,4% au début des années 1980, et 20,7% à la fin des années 1970. En Asie, au contraire, le taux d'épargne brut était de 29,7% l'année dernière contre 26% dix ans plus tôt. Plusieurs nouvelles économies de marché d'Amérique latine essayent d'accroître leur taux d'épargne privée en favorisant le développement des caisses de retraite et en réduisant les taux d'imposition sur le revenu des investissements. Mais comme le prouvent les importants déficits actuels du Mexique, de l'Argentine et de plusieurs autres nations latino-américaines, ce processus ne fait que commencer. Il faudrait que le taux d'épargne de l'Amérique latine passât au moins à 4-5% PNB pour réduire la vulnérabilité du continent à de soudaines interruptions des flux de capitaux en provenance de l'hémisphère nord.

Le système de change

L'une des évolutions macro-économiques les plus complexes du nouvel ordre économique international aura trait à la mise en œuvre de politiques monétaires susceptibles de promouvoir des fourchettes de taux de change qui favoriseront la croissance du commerce mondial tout en limitant l'inflation. Au début des années 1990, on a souvent expliqué que le retour de 3 milliards d'individus sur le marché mondial des biens et des capitaux entraînerait des mouvements de prix déflationnistes comparables à ceux enregistrés sur les marchés agricoles mondiaux après l'ouverture de l'Amérique, de l'Australie et d'autres pays, à la fin du 19^{ème} siècle. Mais après 1870, deux facteurs encouragèrent la chute des prix, celle-ci n'ayant pas seulement été la conséquence d'une production accrue en provenance de nouvelles régions d'établissement. En effet, les prix diminuèrent aussi parce que le taux de croissance de la masse monétaire avait été limité par l'essor du régime de l'étalon or, lequel empêcha les gouvernements de compenser la forte croissance de la production par une expansion de la masse monétaire. Aux Etats-Unis, les agriculteurs de l'Ouest formèrent un parti politique populiste pour faire pression pour l'instauration d'un système bimétallique or/argent qui aurait fortement augmenté la masse monétaire; mais leurs propositions furent rejetées par les Etats de l'Est qui pensaient que l'ordre du jour populiste entraînerait

une hyperinflation, et craignaient en outre de perdre accès au marché des capitaux anglais (qui fournissait alors aux Etats-Unis des entrées de capitaux d'une valeur égale à 1-2% du PNB). Aujourd'hui, nous disposons au contraire d'un système de taux de change flottant qui devrait réduire les risques de contraction monétaire prolongée sur le marché financier mondial.

Il importe de bien reconnaître le rôle de la politique monétaire dans la déflation du 19^{ème} siècle, parce que l'on peut construire des scénari dans lesquels l'ordre économique mondial de l'après-guerre froide produirait une forte augmentation des prix des biens à la fin des années 1990, et pas seulement des surcharges durables de matières premières. Au cours des deux dernières années, les prix de base des métaux se sont effondrés à des niveaux records, parce que la croissance totale de la production des vieux pays industrialisés a été inférieure à 1%, tandis que la Russie a procédé au «dumping» des matières premières jusqu'alors consommées par son important complexe militaro-industriel. Les seules économies robustes depuis 1991 ont été celles des pays de l'Asie de l'Est et d'Amérique latine, mais leur pouvoir d'achat nominal reste encore inférieur de moitié à celui de l'économie des Etats-Unis. Imaginons, cependant, ce qui pourrait arriver aux prix des matières premières si les principaux pays industrialisés retournaient à un «trend» de taux de croissance de 3%, si l'Asie de l'Est et la Chine enregistraient un taux de croissance annuelle de 7-8%, si la croissance de l'Amérique latine se stabilisait autour de 4-5%, et si la Russie réorganisait son économie pour produire davantage de biens pour la consommation domestique, et pas uniquement des équipements militaires et des matières premières destinées à l'exportation. Alors, en 1996 ou 1997, on pourrait se trouver confronté à des contraintes de capacité et à des hausses de prix pour plusieurs marchandises, malgré l'abondance de main d'œuvre à bas prix dans les pays en voie de développement. Certains observateurs ont aussi noté que dans les pays en voie de développement mêmes, la main d'œuvre est tellement bon marché que les coûts de matière première y représentent une part bien plus importante des coûts totaux de production. Par conséquent, les constructeurs de ces pays disposeront de marges de profit plus étroites, pour absorber toute augmentation des prix des matières premières, que celles dont jouiront les producteurs des vieux pays industrialisés, où les coûts des matériaux transformés représentent une part beaucoup plus importante des coûts totaux.

Il est possible que l'abondance de main d'œuvre à bas prix des nouvelles économies des marchés émergents affectera si puissamment le comportement des salaires, que l'impact de l'augmentation des prix des marchandises sera compensé par une érosion supplémentaire des salaires

réels dans les vieux pays industrialisés. Mais, en atteste la forte croissance des salaires réels de plusieurs nations de l'Asie de l'Est au cours de la dernière décennie, la main d'œuvre qualifiée elle-même pourrait devenir une ressource rare dans certaines nouvelles économies à forte croissance en raison de la vitesse à laquelle elles augmentent leurs investissements et créent de nouveaux emplois. Ainsi, il serait dangereux d'extrapoler la déflation du début des années 1990 sur toute la décennie. Le monde commence à peine à s'adapter à des chocs géopolitiques et «géo-économiques» massifs qui ont jusqu'à présent davantage influencé l'offre que la demande. Mais comme il faudra plusieurs années avant que les conséquences de ces chocs ne soient amorties sur le marché des biens et des capitaux, on doit s'attendre à des conséquences secondaires et tertiaires susceptibles de renverser certains effets initiaux. Dans le court terme, la main d'œuvre à bas prix est devenue plus abondante et aura probablement pour effet de réduire partout les salaires des travailleurs non-qualifiés. Mais l'extension du marché mondial à des dizaines de nouveaux pays a augmenté la demande de personnels hautement qualifiés, lesquels ont pu augmenter fortement leurs revenus. La demande de capitaux est également susceptible de s'accroître de façon notable au milieu des années 1990 et de provoquer ainsi une hausse des taux d'intérêt réels malgré celle atténuée des salaires de plusieurs catégories de travailleurs. Enfin, l'augmentation des revenus dans les nouvelles économies de marché émergents créera une nouvelle demande massive pour plusieurs marchandises, génératrice de hausses de prix.

31

Dans un livre récent, *Monetary Mischief*, Milton Friedman a analysé la déflation qui a affecté les prix mondiaux à la fin du 19^{ème} siècle, et il a essayé de construire un modèle pour déterminer quel eût été le comportement des prix si les Etats-Unis avaient suivi le système monétaire bimétallique or/argent proposé par les populistes des Etats de l'Ouest. Dans cette simulation, M. Friedman a calculé quelle aurait été l'évolution du niveau des prix américains si le prix de l'argent avait été stabilisé à un ratio de 16 contre 1 vis-à-vis de l'or au lieu d'être autorisé à chuter à 40 à 1. Or, les résultats révèlent qu'il y aurait eu une déflation bien moins importante que celle qui s'est réellement produite malgré l'énorme augmentation de la production mondiale.

Comme le prouve la mauvaise gestion de la politique des changes européenne en 1991-93, les principales nations industrialisées développeront avec difficulté des politiques monétaires efficaces pour répondre aux défis posés par les importants changements survenus dans la production et les prix relatifs. La France, l'Italie et d'autres pays européens ont essayé d'aligner leur taux de change sur le D-mark malgré les chocs sur les prix provoqués par la chute du mur de Berlin et la transformation de

l'Allemagne d'une nation à faible déficit gouvernemental et exportatrice de capitaux, en une nation connaissant un important déficit du secteur public et importatrice de capitaux. Mais si la politique monétaire du G-7 peut être ciblée sur des buts plus réalistes que cela n'a été le cas en Europe au début des années 1990, il n'y a pas de raison pour que la prochaine poussée de la production mondiale produise une déflation aussi perturbatrice que celles des dernières décennies du 19^{ème} siècle. Au contraire, la forte croissance actuelle des dépenses de consommation et de capitaux dans les nouvelles économies des marchés émergents suggère qu'il faut s'attendre à des hausses des prix des marchandises et à une inflation accrue au cours de la phase médiane de la prochaine reprise mondiale des affaires.

La principale difficulté à laquelle se trouveront confrontés les responsables politiques consistera à déterminer les règles d'un système de taux de change capable de réduire le potentiel de tensions commerciales résultant de monnaies qui deviennent très nettement sous-évaluées ou sur-évaluées sur une base commerciale. Le Trésor américain a souvent demandé au cours des dernières années que les pays d'Asie en voie d'industrialisation réévaluent leurs monnaies afin de permettre la réduction d'importants excédents commerciaux. Il a aussi requis des réformes des réglementations financières qui inhibent les libres mouvements de capitaux et contribuent ainsi à la dévaluation de la monnaie. Mais vu le nombre de pays pénétrant désormais sur le marché mondial des biens et des capitaux, le Trésor américain ne peut pas réellement jouer le rôle de policier financier et de gardien des taux de change pour l'ensemble du système international. C'est pourquoi il faudrait une nouvelle WTO ou un FMI revitalisé, afin de développer un système de surveillance des monnaies visant à déterminer si les taux de change soutiennent un système commercial ouvert.

Au lendemain de la seconde guerre mondiale, les Etats-Unis, l'Angleterre et les autres pays vainqueurs ont établi un nouveau système monétaire international avec des taux de change bloqués, mais éventuellement ajustables. Il devait limiter la volatilité des taux de change en offrant aux pays un accès à des facilités de prêts spéciales en période d'urgence (c'était le rôle du FMI), puis en négociant ensuite un réalignement de la monnaie si besoin était.

Quatre facteurs ont permis aux pays présents à la conférence de Bretton Woods de s'entendre sur un certain nombre de règles régissant un nouveau système de taux de change, et de s'y tenir jusqu'à la fin des années 1960. D'abord, les Etats-Unis et l'Angleterre ont dominé la conférence, et la plupart des autres participants-clés étaient européens ou venaient de pays habités par des peuples d'ascendance européenne. Ainsi, le système de Bretton Woods était, à bien des égards, une zone économique nord-

atlantique. Deuxièmement, chacun se souvenait parfaitement comment le mauvais alignement des taux de change ou les dévaluations concurrentes avaient sapé le système commercial mondial pendant les années de l'entre-deux guerres. Cela a facilité la réalisation d'un consensus sur de nouvelles règles de conduite. Troisièmement, les flux internationaux de capitaux privés ont été insignifiants pendant les dix années qui ont suivi la première guerre mondiale, parce que plusieurs pays pratiquaient des contrôles des devises et que les marchés des valeurs étaient souvent fermés. Enfin, une fois le système de taux de change fixe mis en place, les gouvernements-clés coopérèrent activement à son soutien; car il n'échappait à personne qu'il existait une relation évidente entre la stabilité financière et la cohésion de l'alliance occidentale qui supportait désormais une guerre froide contre l'Union soviétique. Dans les années 1960, par exemple, les Etats-Unis accordèrent des prêts secrets à l'Angleterre pour lui permettre de soutenir sa monnaie, sous le prétexte d'une indemnisation pour sa participation militaire en Asie de l'Est. Simultanément, l'Allemagne accepta de détenir des dollars plutôt que de l'or dans ses réserves officielles de devises afin de générer une compensation dans la balance des paiements aux dépenses de défense américaines dans ce pays.

Le contexte actuel est très différent. Du fait de l'éclatement des empires coloniaux européens et de l'Union soviétique, on compte aujourd'hui plus de 200 nations indépendantes, au lieu de quelques dizaines seulement en 1945. En 1994, le PNB réel cumulé des Etats-Unis et de l'Europe représente près de 45% seulement de la production mondiale, contre 50% pour les seuls Etats-Unis à la fin des années 1940. Par ailleurs, il n'existe pas de consensus intellectuel clair sur les règles régissant les taux de change nominaux, ni même d'accord étendu sur cette question. En outre, les flux de capitaux privés sont désormais si importants qu'ils peuvent facilement balayer les effets de toute intervention officielle si les investisseurs estiment qu'une monnaie est nettement mal alignée. Enfin, avec la fin de la guerre froide, les gouvernements recourent moins aux interventions sur les taux de change destinées à promouvoir des objectifs politiques comme le soutien des relations de sécurité.

Du fait de ces nouvelles contraintes, les règles régissant le nouveau système de taux de change de l'après guerre froide devront être beaucoup plus flexibles que le système de taux de change fixe créé au lendemain de la seconde guerre mondiale. Il sera impossible de bloquer les taux de change dans des fourchettes aussi étroites que celles des années 1950 et 1960, mais il serait opportun de développer des indicateurs de surveillance permettant de déterminer quand les taux de change sont mal alignés et constituent donc une source potentielle de conflit. Mais il reste à établir qui sera chargé de ces fonctions. En théorie, cela devrait être la responsabilité

du FMI; mais au cours des dernières années celui-ci a perdu une bonne part de son influence sur les politiques de taux de change des pays industrialisés. Il n'a pas contribué aux accords du G-7 en matière de taux de change pendant les années 1980 et il est resté passif face aux absurdes politiques monétaires européennes du début des années 1990. En fait, la Banque pour les Règlements Internationaux a exercé une influence plus importante que le FMI sur les politiques économiques des pays industrialisés au cours des dernières années, par son rôle dans l'élaboration de critères d'adéquation des capitaux bancaires («bank capital adequacy standards») et autres règles financières qui ont affecté notablement la disponibilité de crédit. Le FMI a largement participé à l'élaboration des programmes d'ajustements structurels destinés aux pays en voie de développement, et il pourrait finalement se révéler un acteur important pour fournir des facilités de prêts aussi bien que des conseils économiques à l'ancienne Union soviétique. Mais ces fonctions lui confèrent de plus en plus le caractère d'une banque de développement pour les économies des marchés émergents en difficulté, et diminuent son rôle de régisseur du système financier mondial.

34

Comme il n'existe pas de consensus pour revitaliser le FMI ou créer une nouvelle institution chargée d'établir des règles monétaires destinées à favoriser l'intégration économique mondiale, une solution intérimaire au problème des mauvais alignements des taux de change pourrait consister à charger la WTO de la publication d'indicateurs de surveillance des devises. Il est généralement admis que les mouvements de taux de change influencent la compétitivité; on peut donc s'attendre à une meilleure acceptation politique de conseils en matière de taux de change visant spécifiquement à diminuer les conflits commerciaux, tandis qu'un tel accord sera plus difficile à obtenir sur des objectifs macro-économiques plus importants. Malgré son hostilité idéologique aux interventions sur le marché des devises, l'administration Reagan a dû modifier ses politiques de taux de change lorsque, au début des années 1980, l'accroissement du déficit commercial américain a fait naître au sein du Congrès des velléités de législation commerciale hautement protectionniste.

Le fait d'assigner à la WTO une fonction de contrôle du système des taux de change n'empêcherait pas le FMI, les banquiers centraux du G-7, et autres organisations financières internationales d'essayer aussi de poursuivre des accords bilatéraux ou multilatéraux en matière de politique de taux de change. Mais comme l'ont prouvé l'échec de la politique des taux de change européenne du début des années 1990 et le succès limité des efforts du G-7 dans la gestion des taux de change, il existe des limites à la convergence des politiques nationales lorsque le système international se trouve confronté à de massifs chocs de prix d'origine géopolitique. Plutôt

que de revenir à des taux de change bloqués mais ajustables, il faudra probablement accepter une période prolongée de flottement guidé, afin d'éviter des déséquilibres des taux de change réels sur une échelle qui encouragerait le protectionnisme dans les vieux pays industrialisés et perturberait l'allocation des ressources dans les nouvelles économies de marchés émergents.

Ajouter des systèmes de protection sociale

Dernier grand défi que doivent relever les vieux pays industrialisés en s'adaptant au nouvel ordre économique international: il s'agira de répondre aux craintes de leurs propres travailleurs, alarmés par la perspective d'une concurrence accrue avec les pays en voie de développement à bas salaires. Il leur faudra forger des politiques qui aideront les travailleurs à s'adapter aux changements structuraux, pour empêcher qu'ils ne se rallient autour de mouvements politiques protectionnistes.

Il existe de grandes divergences entre les systèmes de protection sociale des pays du G-7. Celui dont disposent actuellement les Etats-Unis pour les travailleurs sans emploi est bien plus modeste que ceux des autres pays industrialisés. La part des dépenses publiques consacrées aux assurances professionnelles dans le PNB des Etats-Unis représente un tiers de celle du Royaume Uni et un quart de celle du Canada, de la France et de l'Allemagne. Les dépenses américaines tournées vers d'autres programmes de main d'œuvre sont également bien inférieures à celles des autres pays industrialisés, Japon excepté. Les Etats-Unis consacrent près de 0,05% de leur PNB à des programmes de formation professionnelle, contre 0,22% au Canada et au Royaume Uni, 0,25% en Allemagne et 0,28% en France. Les dépenses de formation des Etats-Unis montent à 1.800 dollars US par participant, contre 7.000 dollars au Canada, 4.600 dollars en France, et 5.000 dollars au Royaume Uni. Le taux de participation des Etats-Unis est lui-même inférieur de moitié ou du tiers à ceux des autres pays industrialisés.

35

En raison des médiocres indemnités de chômage offertes aux Etats-Unis par rapport aux autres pays industrialisés, le marché du travail américain s'éclaircit beaucoup plus vite que celui de l'Europe. Les Etats-Unis ont à la fois un taux de chômage bien inférieur à celui de l'Europe et une part de chômage de long terme bien plus faible. Selon les données de l'OCDE, 11,2% du chômage américain seulement est un chômage de long terme, contre 45% en Allemagne, 39% en France, et 28% en Angleterre. Le marché du travail américain a généré des taux de chômage bien moins élevés qu'en Europe parce que les salaires américains ont été bien plus flexibles que les salaires européens. Ainsi, au cours de la dernière décennie, les

salaires réels américains des travailleurs non qualifiés ont enregistré une baisse annuelle de 1%, tandis que l'on comptait des gains de 3-4% en Allemagne et en France.

Lors de l'élection présidentielle de 1992, le gouverneur Bill Clinton a fait campagne pour des politiques gouvernementales plus activistes visant à aider les travailleurs américains, sous un manifeste intitulé «Putting People First». Utilisant comme modèle le système d'organisation patronale allemand de programmes d'indemnisation obligatoire, Clinton a promis d'introduire une assurance maladie nationale pour tous, d'imposer des charges sociales de 1,5% pour financer de vastes programmes de formation en entreprise, et des investissements publics plus importants en matière de capital humain que ceux réalisés pendant les années Reagan-Bush. Depuis l'élection, le président et les autres législateurs démocrates ont insisté sur le thème de la sécurité économique des classes moyennes, nouvel objectif de la politique sociale américaine. Mais, si l'on conçoit aisément l'attrait des démocrates pour le thème de la sécurité économique, le programme Clinton n'en pose pas moins trois problèmes majeurs.

36

D'abord, le président dispose d'une marge de manœuvre réduite, sous les règles budgétaires actuelles relatives aux dépenses discrétionnaires nationales votées en 1990 et amendées en 1993, pour accroître les dépenses publiques consacrées aux programmes de système de protection sociale, y compris la formation professionnelle. Dans son dernier budget, il a avancé des propositions pour augmenter les dépenses publiques consacrées à la formation professionnelle aux dépens d'autres programmes nationaux, mais rien ne dit que le Congrès acceptera toutes les réductions suggérées. Quoi qu'il en soit, si les propositions Clinton sont adoptées, les programmes de formation américains resteront néanmoins modestes par rapport à ceux des autres pays industrialisés.

Deuxièmement, le président a décidé de faire de l'assurance maladie l'ancrage de son ordre du jour de sécurité économique - et pas l'investissement en matière de capital humain, ou d'autres programmes plus directement centrés sur l'amélioration de la productivité et de la compétitivité. L'ordre du jour assurance maladie de Clinton créera une variété de gageures pour la réalisation des autres objectifs économiques du gouvernement. Le programme devrait être financé par un nouveau système de mandats patronaux («employer mandates»), lesquels constitueraient *de facto* une charge sociale et retarderaient ainsi la création d'emplois. Également, le *Congressional Budget Office* estime que le programme étendra significativement les dépenses fédérales au cours de la prochaine décennie et limiterait ainsi davantage les ressources disponibles pour la conduite d'autres programmes discrétionnaires nationaux, comme l'éducation. Il est possible que le programme Clinton réduira les dépenses de santé dans

le long terme, mais pendant les cinq prochaines années il retardera à la fois la croissance de l'emploi et limitera la capacité du gouvernement à poursuivre d'autres formes d'investissements publics. Enfin, du fait de sa préoccupation pour la santé, l'administration Clinton n'a pas encore articulé une présentation claire des «tradeoffs» entre la sécurité économique et les autres objectifs politiques. Certes, les Etats-Unis ont besoin d'un système de protection sociale plus efficace pour plusieurs groupes sociaux, mais l'histoire récente de l'Europe enseigne que les dépenses publiques accrues, seules, ne créeront pas de nouveaux emplois ni n'encourageront la mobilité de l'emploi. Dans le passé, les Etats-Unis ont offert quelques programmes de soulagement ciblés pour les travailleurs ayant perdu leur emploi du fait de l'évolution du marché; mais ces programmes sont si étroitement concentrés qu'ils sont loin de résoudre l'insécurité économique créée par l'actuelle restructuration des sociétés américaines. Depuis 1980, les 500 sociétés de *Fortune* ont réduit leurs effectifs de 16,8 millions à 11,5 millions d'employés et le processus de délestage de main d'œuvre semble se poursuivre. L'anxiété accrue des classes moyennes relativement à la sécurité économique est essentiellement due aux pertes d'emplois chez ces employeurs importants jusqu'alors stables.

Malgré la sévérité de la récente récession du Japon l'augmentation du chômage n'y a pas été trop forte, parce que les sociétés japonaises considèrent typiquement leurs employés comme un capital permanent, et non comme une unité de production flexible susceptible d'être abandonnée pendant les périodes de crise des cycles d'affaires. Cette attitude tient en partie au fait qu'elles investissent massivement dans le capital humain et encouragent de fréquentes rotations d'emploi en leur sein. Du même coup, les travailleurs espèrent rester dans la même société pendant plusieurs années, sinon toute leur vie professionnelle, et aident ainsi à protéger les investissements de celle-ci dans leur formation. A la différence, la culture américaine ne favoriserait pas des vocations à vie au sein d'une même entreprise; mais les sociétés américaines considéreraient probablement différemment le capital humain (et la préservation de l'emploi) si la politique publique soutenait davantage les investissements dans la formation en entreprise et la rotation de l'emploi.

Les pays en voie de développement devront également développer de nouveaux programmes de système de sécurité pour aider leurs populations à faire face aux traumas de la libéralisation économique, de l'industrialisation accélérée et de l'urbanisation accrue. Si la plupart d'entre eux ont significativement augmenté les dépenses consacrées aux infrastructures physiques pendant les dernières années, les investissements dans le capital humain ont été plus inégaux. Le rôle accru des capitaux privés dans le processus de développement suggère aussi qu'il convient de ré-exami-

ner sérieusement le rôle des institutions officielles de prêt, comme la Banque mondiale et le FMI, dans le processus de développement. La Banque mondiale doit-elle fournir des capitaux pour des projets susceptibles de trouver aisément des financements dans le secteur privé (par exemple une usine de ciment chinoise) ? Doit-elle à présent reconcentrer ses efforts sur des pays incapables d'attirer les capitaux privés (Afrique) ou sur certains groupes sociaux des pays en voie de développement, en retard sur le processus de modernisation économique (par exemple, les indiens mexicains) ? Le FMI doit-il continuer de consacrer encore davantage de son personnel et de ses ressources à guider les programmes d'ajustements structureux dans les pays en voie de développement ? Doit-il devenir l'institution dominante du G-7 chargée de contrôler l'économie russe et de lui dispenser une aide officielle ? Les institutions de Bretton-Woods ont favorisé la croissance du secteur privé dans les pays en voie de développement grâce à des institutions spécialisées comme l'*International Financial Corporation*, et en promouvant des programmes d'adaptation à l'économie de marché; mais elles n'ont pas encore pleinement envisagé dans leur futur ordre du jour, les implications de l'actuel boom du secteur privé dans les pays en voie de développement.

38

La Banque mondiale et les autres organisations de développement lancées au lendemain de Bretton Woods étaient destinées avant tout à faciliter le développement économique, et elles n'avaient pas pour but d'éliminer la pauvreté. On pensait généralement qu'en favorisant le développement, l'on aiderait à poser les bases de décollages économiques auto-stimulants qui entraîneraient une hausse de tous les revenus. Dans certains pays, le décollage économique a eu lieu et les revenus réels de tous les citoyens se sont accrus significativement. Mais plusieurs pays n'ont pas réussi leur décollage, et il existe de larges poches de pauvreté même dans ceux qui ont connu plusieurs années de forte croissance de leur PNB. Les données disponibles relatives aux programmes d'aide officiels suggèrent que les dépenses consacrées aux populations les plus pauvres du monde ont pris un important retard dans les dernières années, bien que les pays en voie de développement aux revenus les plus élevés aient bénéficié d'un meilleur accès aux flux de capitaux privés. Selon une récente enquête sur les programmes de prêt officiels présentée dans l'*Economist Magazine*, les pays les plus riches du monde en voie de développement, à hauteur de 40%, reçoivent une aide *per capita* deux fois plus importante que celle qui parvient réellement aux pays les plus pauvres de ce même ensemble, également à hauteur de 40%.

Outre la pauvreté, il existe plusieurs autres goulots d'étranglement institutionnels qui subsistent encore dans plusieurs pays en voie de développement ayant récemment retrouvé accès aux marchés financiers pri-

vés. Les nations d'Amérique latine, par exemple, ont réalisé la première étape seulement des réformes économiques qui seront indispensables à l'établissement d'économies de marché viables avec des systèmes politiques stables. Lors de cette première étape, elles ont favorisé la libéralisation du commerce et des flux de capitaux, aussi bien que des ventes de titres du secteur privé au moyen de décrets présidentiels. Elles doivent encore améliorer leurs administrations, moderniser leurs services publics, établir des systèmes judiciaires justes, élever les critères d'éducation, et poursuivre d'autres réformes administratives afin d'entretenir le soutien populaire à la libéralisation économique. Dans la mesure où les investisseurs étrangers ont conscience que les inégalités sociales importantes sont source d'instabilité politique, ils se préoccupent de plus en plus de savoir si les pays sont à même de poursuivre ce premier round de réformes administratives, par une vaste restructuration administrative, nécessaire pour limiter la corruption, accroître la productivité du gouvernement et satisfaire aux besoins sociaux. Le marxisme est peut-être une idéologie discréditée, mais le populisme peut être facilement ressuscité dans des pays où le processus de décollage économique assure d'importants gains de revenus à une petite portion de la population seulement, tout en laissant le secteur public dans la misère et la corruption fiscale caractéristiques de l'époque moderne.

Les institutions de Bretton-Woods doivent donc élaborer des programmes et ménager des créneaux susceptibles de compléter le boom de privatisation rattrapant actuellement le processus de développement dans plusieurs pays. Le continent africain aura encore besoin d'assistance officielle financière et d'une surveillance suivie de ses politiques pour au moins une autre génération. Les pays d'Amérique latine disposent de distributions de revenus beaucoup plus inégales et d'institutions du secteur privé bien moins efficaces que celles des pays en voie de développement de l'Asie de l'Est. Les pays de l'ex-Union soviétique exigeront des mélanges variés d'assistance financière officielle et de surveillance de leur politique, pour réussir leur transformation en système d'économie de marché. La révolution libérale des idées politiques et économiques qui a balayé le tiers monde à la fin des années 1980, a jusqu'à présent passé au-dessus des pays islamiques et créé ainsi un vide qui pourrait être comblé en partie par des institutions internationales de développement.

Le rôle des institutions de Bretton Woods dans l'ère de l'après-guerre froide se distinguera de celui qui fut le leur au cours des cinquante dernières années; en effet, il est désormais clair que, dans le cadre de politiques appropriées, le marché privé peut assumer une fonction bien plus importante dans le processus de développement qu'on ne le croyait il y a dix ans. Par conséquent, elles devront essentiellement viser à

enclencher un processus de développement économique et politique susceptible de diminuer fortement le besoin de leur existence.

Les risques pesant sur les marchés des valeurs des pays en voie de développement

Certains observateurs ont suggéré que la poussée récente des flux de capitaux en direction des marchés boursiers des pays en voie de développement est seulement une «bulle» et que les investisseurs connaîtront une fin aussi malheureuse que celle des banques américaines qui ont accordé des prêts à l'Amérique latine pendant les années 1970. Comme il y eut, au 19^{ème} siècle et dans les années 1920, des booms spéculatifs sur les «prêts titrisés» («securitized loans») à l'Amérique latine qui se sont terminés par de nombreux défauts de paiement, il n'est pas difficile de construire des scénarii dans lesquels l'actuelle expansion des investissements produirait aussi de nouveaux problèmes de crédit ou des crises de la balance des paiements. Mais cela dépendra en fait d'une variété de développements des économies des vieux pays industrialisés et des nouvelles économies de marchés émergentes qui sont encore repliées.

Les menaces extérieures sur les marchés nationaux en développement se circonscrivent aux développements monétaires et à la politique commerciale des vieux pays industrialisés. Au 19^{ème} siècle, la plupart des crises qui ont affecté les prix des titres et des obligations américaines étaient le résultat d'oscillations dans les flux de capitaux en provenance de Londres et à destination de New York, lesquelles étaient dues, soit à des crises à Londres (1873, 1890), soit à une perte de confiance dans la politique économique des Etats-Unis (1893). Les pays en voie de développement dépendant à présent des flux d'argent titrisé («securitized money») vers leurs marchés des titres et des obligations, pourraient être facilement confrontés à une semblable volatilité des flux de capitaux dans le futur. L'essentiel de la poussée récente des flux de capitaux vers les marchés boursiers des pays en voie de développement s'est produite dans un contexte de taux d'intérêt bas ou en baisse au Royaume-Uni, en Europe et au Japon. A l'instar des investisseurs anglais du 19^{ème} siècle qui achetèrent des obligations ferroviaires («railways bonds») américaines, les investisseurs des vieux pays industrialisés ont été alléchés par les véhicules à rendements plus élevés des pays en voie de développement et par des opportunités de diversification de portefeuille. La baisse des taux d'intérêt décidée en février 1994 par la Réserve fédérale américaine provoqua une baisse immédiate sur plusieurs marchés boursiers asiatiques et d'Amérique latine qui avaient bénéficié d'importants flux d'investissements américains en 1993. Mais comme la Fed semble vouloir poursuivre un rétrécissement monétaire seulement graduel en 1994, cette politique ne provoquera probablement pas un renversement ni même un arrêt des flux de

capitaux à destination des nouveaux marchés. Mais ceux-ci seront davantage exposés lorsque (et si) les taux d'intérêt américains retourneront à un niveau de 6-8% du fait d'une inflation croissante. Suivant un tel scénario, certains marchés nationaux en voie de développement dépendant de la production de matières premières devraient profiter des prix plus élevés des exportations, mais les autres souffriront de l'impact de la hausse des taux d'intérêt à la fois sur les flux de capitaux et sur les perspectives réduites de croissance pour les exportations d'autres types de marchandises. Au 19^{ème} siècle et au début du 20^{ème} siècle, la plupart des marchés boursiers des pays en voie de développement étaient situés dans des pays qui tiraient plus de la moitié de leur commerce extérieur d'exportations de marchandises agricoles ou de minerais. Mais il existe aujourd'hui davantage de divergences dans l'éventail des exportations des pays en voie de développement. Les matières premières non pétrolières représentent 65% des exportations de l'Argentine, 84% de celles du Chili, 40% de celles de la Colombie, 72% de celles du Pérou, 70% de celles de l'Afrique du Sud, et 20% de celles de l'Indonésie. Les exportations de produits pétroliers constituent 29% des exportations de la Colombie, 81% de celles du Venezuela et 33% de celles de l'Indonésie. A Hong Kong, Singapour, et autres nations de l'Asie de l'Est, au contraire, les produits industriels dominent le commerce d'exportation et les ratios production industrielle-PNB sont souvent supérieurs à ceux des Etats-Unis ou de l'Europe. Si la prochaine reprise économique mondiale produit une relance de l'inflation des prix des matières premières, les performances des marchés boursiers d'Amérique latine et d'Afrique dépasseront probablement celles de plusieurs marchés boursiers de l'Asie de l'Est. Mais tant que l'on suivra une politique de restriction monétaire afin de réduire l'inflation et les chutes des prix des matières premières, alors il est clair que l'Asie de l'Est bénéficiera de sa dépendance sur les exportations de produits manufacturés et de sa grande autonomie financière due à son taux d'épargne élevé.

41

Comme le commerce constitue le véritable moteur de la croissance dans plusieurs pays en voie de développement, il est clair que leurs marchés des valeurs resteront toujours très sensibles aux changements de la politique commerciale du G-7. En 1993, à bien des occasions, le comportement des marchés d'Amérique latine a dépendu de l'attitude des investisseurs face aux possibles conclusions de NAFTA et du GATT. L'échec de NAFTA eût provoqué une crise immédiate sur les marchés financiers mexicains et le gouvernement aurait probablement dû accepter une dévaluation du peso. Bien qu'il eût été plus difficile de déterminer quels marchés financiers auraient souffert ou au contraire bénéficié d'un échec du GATT, il est néanmoins certain que les marchés boursiers des pays en voie de développement auraient subi les effets de l'inquiétude des

investisseurs relativement à une poussée du protectionnisme mondial. Réciproquement, l'issue heureuse des discussions de NAFTA et du GATT a donné un élan important aux marchés des valeurs mondiaux dans les derniers mois de l'année 1993. Les nouveaux accords commerciaux ont suggéré que la croissance du commerce mondial se poursuivrait à un taux supérieur au PNB de l'OCDE et qu'il fournirait ainsi un moteur puissant à la croissance des nouvelles économies des marchés émergents. Les investisseurs ont aussi espéré que le libre échange réduirait l'inflation dans les vieux pays industrialisés.

Les risques les plus sérieux menaçant l'expansion des marchés boursiers des pays en voie de développement mêmes, ont trait aux politiques économique et sociale. Les politiques libérales produiront-elles une base de distribution des richesses suffisamment large pour préserver la stabilité social ? Ou les bénéfiques de la rapide croissance économique profiteront-ils au contraire à quelques individus seulement ? Au Mexique, par exemple, le marché boursier a récemment restitué la plupart des gains réalisés après l'adoption de NAFTA, et ce repli tient à l'appréhension des investisseurs vis-à-vis de la prochaine élection présidentielle. Pendant la dernière décennie, on a enregistré une importante diminution de la part des salaires dans le PNB du Mexique, alors que le passage au libre échange a entraîné d'abondantes pertes d'emplois dans le secteur de la transformation et menace à présent de provoquer le déplacement de millions de fermiers paysans. Ces griefs, encore renforcés par le soulèvement indien des Chiapas, en janvier 1994, et l'assassinat du candidat du PRI à la présidence, en mars, ont conduit les investisseurs à reconsidérer leurs hypothèses sur les risques politiques et sociaux impliqués dans la rapide transition économique du Mexique. S'ils sont convaincus que le prochain président mexicain soutiendra les réformes de Salinas, il n'en demeure pas moins que les marchés demandent des primes de risque politique à court terme plus importantes à cause des nombreuses mauvaises surprises survenues cette année. Les marchés émergents seront aussi vulnérables à la préoccupation des investisseurs eu égard aux déséquilibres économiques traditionnels, comme une inflation élevée ou d'importants déficits. En 1993, par exemple, le marché boursier turc avait triplé du fait de l'optimisme des investisseurs face à la modernisation économique du pays et aux tentatives d'intégration plus étroite avec l'Europe. Mais en 1994 la valeur du marché d'Istanbul a soudainement diminué de moitié en raison de la persistance de larges déficits budgétaires, et le niveau élevé de l'inflation a conduit les agences d'évaluation internationales à diminuer la cote du crédit national («national credit rating»). L'effondrement brutal du marché turc a incité plusieurs pontifes à avancer qu'il faudrait définir comme marché émergent tout «marché dont on ne peut pas émerger en cas d'urgence». Les problè-

mes de liquidité sont fréquents sur les marchés boursiers des pays en voie de développement du fait d'une forte concentration des parts de propriété entre les mains de quelques investisseurs, à cause de l'absence de gros investisseurs institutionnels avec des «cash-flows» stables et du manque de familiarité des investisseurs étrangers avec les pratiques de négociation locales.

Il reste à voir si la volatilité des flux de capitaux vers les marchés émergents deviendra une question politique dans les pays en voie de développement mêmes. Au cours de la récente crise mexicaine, par exemple, les responsables mexicains ont eu de nombreuses conférences téléphoniques et rencontres avec les groupes de caisses de retraite américains qui avaient fortement investi dans les titres à dénomination en peso. Les sociétés d'investissement ont proposé divers ajustements de politique visant à stabiliser le peso et les autorités mexicaines semblent avoir appliqué plusieurs d'entre eux. Si le peso reste stable et que les flux de capitaux vers le Mexique reprennent, cet épisode n'aura été qu'un interlude dans l'évolution continue du Mexique comme économie ouverte. Mais si les caisses de retraite américaines souffrent de forts amortissements à cause d'une hausse ultérieure des taux d'intérêt, elles pourraient être contraintes de vendre du papier mexicain en dépit des efforts déployés par le gouvernement pour suivre leurs suggestions. Suivant un tel scénario, les détracteurs du gouvernement pourraient arguer que le Mexique est devenu trop dépendant des flux de capitaux flottants («hot money») en provenance des caisses de retraite américaines et qu'il faut dévaluer le peso afin d'accroître la compétitivité et de réduire le déficit commercial. Si le peso diminuait fortement, le retour des groupes de sociétés d'investissement américains sur le marché mexicain ne se ferait que lentement, ce qui contribuerait à maintenir indéfiniment des taux d'intérêt réels élevés dans ce pays. Les banques commerciales, au contraire, n'ont pas eu à s'inquiéter de retraits de dépôts les forçant à liquider leurs portefeuilles d'emprunts mexicains. Elles ont ajusté les taux d'intérêt sur leurs prêts à la hausse et à la baisse en réponse aux évolutions du marché; mais leur source de financement n'a pas été aussi imprévisible que les flux d'argent provenant du secteur des caisses de retraite pendant les périodes de resserrement monétaire. Aux Etats-Unis, à la fin du 19^{ème} siècle, on vit se développer une large hostilité aux intérêts financiers anglais parmi les groupes qui favorisaient une dévaluation du dollar afin d'augmenter les prix agricoles. Ils prétendaient que le Congrès était retourné à l'étalon or et soutenait ainsi la déflation parce qu'il avait reçu des pots-de-vin des financiers anglais qui détenaient des obligations américaines. Aucun groupe d'affaires ni aucun politicien mexicain n'a encore avancé que le gouvernement mexicain maintient un peso surévalué et des taux d'intérêt réels élevés afin de

protéger les propriétaires de *l'American global money market funds*, mais de telles plaintes pourraient se faire jour si l'économie mexicaine restait enfermée dans une période prolongée de faible croissance à cause de la surévaluation du peso, de la croissance des taux d'intérêts américains et des flux d'épargne réduits vers le secteur de l'investissement.

Le développement d'institutions de réglementation boursière efficaces et de critères de divulgation d'informations exerceront aussi une influence croissante sur l'évaluation des marchés boursiers des pays en voie de développement et de secteurs particuliers de ces marchés. Les organisations internationales d'investissement sont extrêmement sensibles aux possibilités d'accès à une information appropriée et identique à celle dont disposent les investisseurs locaux. Les investisseurs internationaux évaluent plus favorablement les sociétés qui leur paraissent présenter des qualités de divulgation supérieures et pénalisent au contraire sévèrement celles qui semblent déficientes dans ce domaine. En Indonésie, par exemple, la grande majorité des sociétés cotées ont vu leur valeur augmenter au moment de l'émergence de la bourse de Jakarta en 1989 et 1991. Mais en 1991 il était clair que plusieurs d'entre elles ne pourraient satisfaire aux prévisions de bénéfices annoncées au moment de l'offre publique initiale. Par conséquent, on a assisté au développement d'un marché boursier à triple vitesse, où les filiales locales de multinationales étrangères (par exemple Unilever) ont été l'objet des plus fortes évaluations, les sociétés nationales ayant rempli leurs prévisions de bénéfices initiales arrivant en seconde position, puis venaient enfin les sociétés incapables de réaliser leurs prévisions ou de fournir une explication appropriée des raisons de leur échec. Depuis 1991, les critères de divulgation se sont améliorés en Indonésie et certaines évaluations extrêmes ont diminué, tandis que le marché lui-même est remonté. Mais l'expérience indonésienne de 1991-1992 sert encore de révélateur des divergences d'évaluation susceptibles d'apparaître sur la base de critères de divulgation différents.

La croissance rapide des marchés des titres et des obligations des pays en voie de développement depuis 1989 contribue à restaurer le volume des flux internationaux de capitaux privés à des niveaux précédemment atteints dans les cinquante années qui ont précédé la première guerre mondiale. Ce phénomène est la conséquence de la renaissance des idées économiques libérales dans plusieurs pays en voie de développement, du rôle accru des formes titrisées d'intermédiation financière et de la volonté des investisseurs des pays industrialisés matures de se procurer des rendements plus élevés.

À présent, la capitalisation des 30 marchés émergents les plus importants de la planète s'élève à près de 2 trillions de dollars US, contre 11 trillions pour celle des vieux pays industrialisés. Mais comme les pays en

voie de développement représentent plus de 40% de la production mondiale réelle et jouissent de taux de croissance deux à trois fois supérieurs à ceux des vieux pays industrialisés, leurs marchés risquent de s'étendre bien plus rapidement au cours des dix prochaines années. En l'an 2000, la capitalisation des marchés soit-disants émergents pourrait s'élever à plus de 25% du total mondial, contre 15% (y compris Hong Kong et Singapour) aujourd'hui. Mais le terme «marché émergent» est lui-même un concept transitoire, susceptible de disparaître au cours des dix prochaines années. Pour le remplacer, les investisseurs utiliseront probablement de nouveaux concepts comme «croissance élevée-revenu moyen», «revenu élevé-mature», ou «faible croissance-faible revenu», pour catégoriser les marchés boursiers mondiaux de l'an 2000. Ils établiront aussi des distinctions entre les différentes formes de capitalisme alors émergentes dans le monde post-communiste, puisqu'il est à supposer que plusieurs pays suivront le modèle anglo-saxon de développement des sociétés par le marché, tandis que d'autres adopteront les modèles de participation croisée banque/société du Japon et de l'Europe continentale. Mais même ces distinctions seront difficiles à appliquer du fait de l'intérêt accru des sociétés multinationales cotées à New York, Tokyo, Londres et autres centres, pour les régions à forte croissance, comme l'Amérique latine et l'Asie. Les investisseurs se tournent de plus en plus vers les sociétés de biens de consommation et de biens d'équipement cotées sur ces marchés, et pas seulement sur celles réellement cotées sur les bourses des pays développés, afin de diriger la croissance des économies de marché émergentes. Pareil flou des concepts géographiques et sectoriels confirme une fois de plus que l'on se souviendra finalement des années 1990, non seulement comme de l'ère des marchés émergents, mais comme la décennie au cours de laquelle le système économique capitaliste a été rétabli dans ses frontières mondiales d'avant 1914.