



# PRÉSENTATION

PAR YVES ULLMO\*

**L**a première partie de cette édition 2000 du *Rapport moral sur l'argent dans le monde* se fait l'écho des grands débats financiers d'actualité en traitant successivement de quatre grands thèmes : la gestion des crises financières ; les nouvelles règles du jeu de la mondialisation ; les freins à la croissance ; et enfin, l'intégration monétaire et financière européenne.

## GESTION DES CRISES FINANCIÈRES

L'article de Jean-Michel Severino, « Crise asiatique, crise du glocal » - il ne porte, et c'est bien assez, que sur les pays de l'Asie du Sud-Est - présente une analyse d'ensemble des facteurs qui ont entraîné ces pays, porte-drapeaux du développement, dans une profonde remise en cause de celui-ci et des politiques qui l'avaient permis. Il montre aussi, au-delà des comportements des acteurs industriels et financiers privés et d'erreurs de gestion, - elles-mêmes sujettes à discussion - des organisations internationales, les similitudes profondes qui demeurent en ce qui concerne la prévention et le traitement des chocs qui ont affecté et qui affecteront sans doute à nouveau la globalisation économique et financière.

Fondamentalement, Jean-Michel Severino met l'accent sur le caractère à la fois global et local de ce qui est en même temps une crise financière, une crise de

développement et une crise politique. Local, en raison des caractéristiques communes, avec des nuances, des pays concernés : affaiblissement de leur compétitivité, fragilisation de leurs structures industrielles et financières, dangerosité de leur financement externe dans le contexte de la libéralisation des mouvements de capitaux. Global, en raison des phénomènes de contagion des marchés financiers internationaux, et de l'imbrication - et des contradictions - des actions des acteurs privés et publics. Il rappelle ensuite les différents aspects des politiques de gestion de la crise et, de façon nuancée, les critiques et controverses qu'elles ont suscitées : gestion macroéconomique des finances publiques, de la politique monétaire et de change, dans l'ensemble, au moins dans un premier temps, exagérément restrictive ; restructuration des secteurs bancaires et du secteur productif avec le problème central de la liquidité ; gestion sociale de la crise, elle-même liée au *policy mix*, mais aussi à la place et aux modalités des dépenses sociales et de la gestion des « prix sensibles ». Il montre aussi les incertitudes, et les conflits, tenant au rôle nécessairement intégrateur du Fonds monétaire international (FMI), face en particulier à la Banque mondiale, et les insuffisances du refinancement public et privé (pour la liquidité) et des financements internationaux au regard des budgets nationaux (pour les interventions structurelles). Il met enfin l'accent sur les aspects politiques de la gestion de la crise : démocratisation des pays concernés, mais surtout mise en cause du pouvoir de la technocratie internatio-

\* Conseiller-maître honoraire à la Cour des comptes.

nale sans que celle-ci ait à rendre compte à des instances démocratiques, d'autres diraient à un gouvernement économique mondial. Au total, malgré les redressements nationaux obtenus, malgré les débuts d'une redéfinition des règles du jeu internationales : abandon (selon lui) du consensus de Washington, Forum de stabilité financière, des incertitudes fondamentales et des attitudes opposées demeurent en ce qui concerne les doctrines économiques et les instruments des politiques de développement et des politiques financières, et plus généralement de la prévention et du traitement du risque systémique.

L'article de Michel Camdessus sur « La réforme du système monétaire et financier international : état de la question, questions en suspens » fait, en écho de celui de Jean-Michel Severino, le point des différents chantiers de réforme ouverts à la suite des crises - crise de l'Asie du Sud-Est, crise russe, crise de l'Amérique Latine - et des dérèglements du système que ces crises ont mis à nu : recherche d'une meilleure transparence de l'information financière ; renforcement des institutions et des systèmes bancaires et financiers, en particulier par la modernisation des marchés internationaux sur la base de normes universelles de bonne conduite, élaboration de normes internationales en matière de comptabilité, de vérification des comptes, de droit de la faillite, du gouvernement d'entreprise, enfin renforcement des systèmes bancaires et financiers, toujours sur la base de normes universelles ; recherche d'une participation du secteur privé à la prévention des crises et au redressement des pays - où il constate que les progrès restent lents, en particulier en ce qui concerne les fonds spéculatifs et les places *offshore* en principe traités par le Forum de stabilité financière ; enfin, modernisation de l'arsenal des facilités du FMI : facilité de réserve supplémentaire (dont on peut craindre l'insuffisance) et lignes de crédit contingentes (dont

on connaît les difficultés d'application). Il souligne deux questions qui « font problème » : le cheminement vers la libéralisation ordonnée des mouvements de capitaux - sans qu'il soit question de revenir sur la libéralisation déjà acquise -, et le rôle du FMI comme prêteur de dernier ressort, où il met l'accent, comme ressource possible, sur un rôle renouvelé des droits de tirage spéciaux (DTS). Il met enfin l'accent, sans aller jusqu'à formuler des propositions, sur deux pistes de réflexion : la pleine utilisation du potentiel des institutions, ce qui pose le problème de leur articulation notamment entre le FMI et la Banque mondiale (question non abordée par l'auteur), et de façon liée « l'association des instances politiques les plus élevées à la définition des stratégies et à l'orientation des institutions » ; la proposition de Jacques Delors de créer un « Conseil de sécurité » économique est évoquée. C'est dire que le chemin qui reste à faire est incomparable aux premiers pas esquissés.

Dans son article sur « Le FMI et la réforme du système monétaire international », Michel Aglietta met en œuvre une analyse historique et économique pour parvenir à des conclusions analogues, mais mieux affirmées, ce que permet sa position d'universitaire. Il retrace d'abord les modèles d'actions collectives, successifs mais progressivement superposés, qui ont présidé aux interventions du Fonds : fonds d'assistance mutuelle en cas de déficits courants temporaires (Bretton Woods) ; agence d'émission d'une monnaie supranationale, le DTS ; modèle d'intermédiaire financier du développement suite aux chocs pétroliers puis aux crises de la libéralisation financière, qui ont principalement affecté les besoins de financement durables des pays en développement et ont donné au Fonds un rôle de médiateur entre les Etats débiteurs et les différents créanciers ; rôle de prêteur en dernier ressort devant la généralisation de la globalisation financière et les risques



systemiques qui en résultent, l'accent étant mis ici sur les risques qui pèsent sur le fonctionnement même des marchés et le nécessaire apport de liquidité d'urgence. Comme Jean-Michel Severino et Michel Camdessus, Michel Aglietta souligne que le FMI est la seule institution qui ait la préoccupation du bon fonctionnement de l'économie mondiale dans ses interdépendances macroéconomiques. « Or la globalisation a mis ces interdépendances sous l'influence prépondérante des marchés financiers internationaux ». D'où des interrogations centrales : poids respectifs des ressources à engager dans la prévention et la résolution des crises ; partage du rôle du Fonds et des autres acteurs dans les financements à court terme (apport de liquidité) et à long terme (développement). Pour Michel Aglietta, le FMI doit se retirer des engagements à long terme, mais continuer à exercer une fonction d'assurance consistant à aider les pays qui ont des problèmes de paiement internationaux provenant de déséquilibres macroéconomiques non structurels. C'est dire la difficulté - et le caractère controversé - de l'établissement de nouvelles règles de conduite. Ce d'autant que, devant l'effritement du consensus de Washington sur l'ajustement structurel et l'accent nouveau mis par la Banque mondiale sur la qualité de la croissance, la priorité à l'investissement social et la lutte contre les inégalités, « la compatibilité des actions du Fonds et de la Banque mondiale est entièrement à construire ».

Plus faciles à définir, sinon à mettre en œuvre, sont, pour Michel Aglietta, les principes d'action en matière de surveillance, d'implication du secteur privé dans la résolution des crises, et de prêteur international en dernier ressort. La surveillance doit, à la fois, être multilatérale et s'appuyer sur le Forum de stabilité financière et la BRI, et bilatérale, et ici mettre l'accent sur le repérage des vulnérabilités financières. Pour l'implication du secteur

privé, en l'absence et sans doute l'impossibilité d'un droit international des faillites, et pour mettre fin à la socialisation des pertes qu'implique la garantie des créanciers, sans oublier que « la totalité des coûts définitifs de la restructuration des dettes porte sur la population des pays débiteurs », Michel Aglietta considère qu'un gel des paiements des services des dettes, précédant un accord de partage des pertes, est la démarche la meilleure pour réduire le coût des restructurations tout en allouant sa répartition le plus équitablement possible. Enfin, pour l'auteur, le prêteur international en dernier ressort comporte au moins deux institutions - je dirais plutôt deux fonctions - : celle d'une banque centrale responsable de la stabilité financière ; celle de l'apport immédiat de la liquidité pour faire face à la crise. Pour lui, même si les banques centrales nationales doivent participer à une action internationale, même si le FMI n'a pas de contact direct avec les marchés, celui-ci peut s'affirmer comme l'organisateur central du dispositif de gestion de crise, si la surveillance est effectivement améliorée, et s'il est le garant de l'implication du secteur privé. Comme Michel Camdessus, Michel Aglietta met l'accent sur le renouveau, à cet effet, du DTS, et sur la réussite de l'affirmation d'une autorité politique « émanant de la communauté entière de ses membres ».

### FIXATIONS DE NOUVELLES RÈGLES DU JEU

Dans son article intitulé « Bilan et perspective après Seattle », Pascal Lamy part d'un autre épisode majeur de la globalisation, l'échec de Seattle, pour tracer un autre chantier du « nouvel ordre économique mondial » : non plus seulement la gestion des crises, mais la fixation de règles du jeu. Après un examen des raisons de cet échec, il réaffirme la cause

du multilatéralisme et, en conséquence les arguments en faveur de l'intégration d'un grand nombre de questions dans l'agenda de la négociation commerciale, qu'il lui paraît indispensable de poursuivre. Il rappelle les domaines concernés : poursuite des progrès en matière d'accès au marché ; adaptation des règles de l'OMC face aux besoins du développement et aux enjeux de la mondialisation, en particulier en ce qui concerne les règles de base relatives aux investissements et à la concurrence, la défense commerciale et les entraves techniques aux échanges ; prise en compte des considérations d'environnement, de développement humain, en particulier des droits fondamentaux du travail, de santé et de sécurité des consommateurs ; différents chantiers plus techniques enfin. Comme les auteurs précédents, il marque la nécessité que les pays en développement participent à la souveraineté collective en matière d'échanges, et l'insuffisance des mécanismes de règlement des différends face à la « voie législative ». Ces considérations débouchent tout naturellement, comme c'était déjà le cas pour la gestion des crises, sur une réflexion sur la rénovation de la « gouvernance » mondiale articulant politiques internes, comportements microéconomiques et sociaux, et règles internationales, « qui entrent clairement aujourd'hui dans la catégorie des biens publics globaux ». La globalisation doit réorganiser « l'espace public politique » et les rôles des différents acteurs. Pascal Lamy en trace les grands principes : transparence, responsabilisation (accountability), subsidiarité c'est-à-dire à la fois reconnaissance de la diversité - le multilatéralisme doit être fondé sur une organisation multipolaire du monde où le niveau régional est le niveau pertinent de la subsidiarité -, et standardisation des normes là où elle est nécessaire. Il évoque enfin le rôle de l'Europe - pour lui, mais ce ne me paraît pas acquis - « porteuse d'un projet politique global : celui de parvenir par la négocia-

tion, à un équilibre entre libéralisation des échanges et régulation, seule voie possible pour parvenir à un développement équitable et soutenable à l'échelle mondiale.

## FREINS À LA CROISSANCE

Les textes de Nicolas Meunier, Luis Miotti et Carlos Quenan (« Pays émergents : le financement indispensable ») et de Patrick Artus (« L'Europe peut-elle aussi bénéficier d'une croissance forte et du plein emploi ? ») se situent dans une optique différente : ils présentent des analyses factuelles, le premier de façon rétrospective, le second avec un caractère prospectif.

Dans leur examen sur la longue période, Nicolas Meunier, Luis Miotti et Carlos Quenan confirment, en ce qui concerne l'équilibre entre investissement et épargne des pays dits émergents, un aspect initial de la crise décrite par Jean-Michel Severino. Malgré leur taux d'épargne élevé, les pays en voie de développement (PVD) ont en permanence, à l'exception des pays pétroliers qui ont un excédent d'épargne, un besoin d'importation de capitaux, en raison de leur taux d'investissement plus élevé encore, nécessaire à leur développement. Le recours aux capitaux étrangers peut prendre diverses formes : le recours à l'endettement, l'emprunteur pouvant être public (Etats) ou privé (banques, entreprises industrielles), l'emprunt pouvant se faire auprès d'établissements financiers (crédits) ou directement sur les marchés, et avoir des durées différentes (facilités de court terme ou dette obligataire ou crédits longs) ; la participation au capital des entreprises nationales, soit sous la forme d'investissements directs étrangers (IDE), soit par des achats sur les marchés par les non-résidents d'actions d'entreprises locales. Les auteurs rappellent les différentes « grandes périodes » du financement : aide publique



dans les années 1950 et 1960 ; prêts bancaires privés au cours des années 1970 ; puis après la crise de la dette de 1982, recours à des moyens de financement exceptionnels (FMI, *bonds Brady*) dans les années 1980 ; enfin, dans les années 1990 accélération des investissements directs et des placements en actions, puis de l'endettement obligataire, celui-ci remis en cause par les crises récentes tandis que les flux bancaires se tarissaient. Si l'année 2000 marque le retour des flux de dette, c'est au prix d'une volatilité accrue, d'un certain assèchement de la liquidité et d'un accroissement récent des *spreads*. Au total, la soutenabilité des déficits n'est pas assurée. Elle est, de plus, de façon récurrente, remise en cause par des crises de liquidité où la contagion systémique joue, dans certains cas, un rôle déterminant, et où le manque de liquidité se transforme facilement en problème de solvabilité structurelle, au prix d'une croissance ralentie, voire négative.

L'article de Patrick Artus, le premier de trois textes consacré à l'Union européenne s'interroge sur la possibilité en Europe d'une croissance forte, se rapprochant de celle que les Etats-Unis viennent de connaître et connaissent encore, et nécessaire pour lui permettre le retour au plein emploi. Son analyse est donc fondée sur une comparaison avec les Etats-Unis. S'il ne conclut pas sur cette possibilité, il en marque les conditions. S'agissant des Etats-Unis, l'accélération des gains de productivité du travail ne provient pas seulement du secteur qui produit les nouvelles technologies (Internet, Télécom, logiciels) mais aussi, voire surtout, de l'intégration de ces nouvelles technologies dans le capital productif de l'ensemble des secteurs. Sans doute la croissance de l'emploi est la plus forte dans les services nouveaux, mais elle se manifeste aussi dans les services traditionnels. Mais c'est la composante de l'investissement technologique qui explique la croissance de l'investissement total. Cette croissance traduit, pour l'essentiel,

une substitution du capital au travail, génératrice de gains de productivité du travail ; la productivité globale des facteurs accélère néanmoins depuis trois ans. Au total, la hausse de l'intensité capitaliste de l'économie permet l'accélération des gains salariaux sans effet sur leur coût unitaire. Face à la croissance potentielle, la croissance effective, plus élevée, est permise par la démographie favorable, la progression du taux d'emploi, lui-même favorisé par l'accent mis par la politique sociale sur les incitations au retour à l'emploi, et par une forte immigration. La structure de qualifications de la population active est enfin favorable. Comme les Etats-Unis, mais avec un décalage temporel, l'Europe bénéficie maintenant d'une forte accélération de la demande pour les nouveaux services et les nouvelles technologies, mais c'est du côté de l'offre qu'il y a problème : stagnation du taux d'investissement productif, faiblesse des gains de productivité, niveau élevé du NAIRU (taux de chômage qui n'accélère pas l'inflation) lui-même lié à la pression fiscale et parafiscale et aux rigidités du marché du travail (faible mobilité géographique et professionnelle, existence de pièges à inactivité), d'où un taux de participation faible, action directe tendant à baisser ce taux de participation (pré-retraites et autres mesures de mise à l'écart du marché du travail), enfin insuffisance de la main-d'œuvre qualifiée. D'où deux dangers : en raison de l'écart entre les taux de croissance potentielle et effective, risque que la demande se heurte aux capacités de production ; arrêt de la baisse du chômage dû à sa butée sur le chômage structurel non seulement pour ces raisons macroéconomiques mais aussi pour des raisons microéconomiques qui remettent en cause, en France tout particulièrement, la stratégie d'une croissance « riche en emplois », c'est-à-dire avec des gains de productivité faibles. D'où enfin, le besoin de changements structurels difficiles. Patrick Artus en vient ensuite aux problèmes de l'élargis-

sement des inégalités liées à la croissance américaine. Plus qu'à la concurrence des nouveaux pays industrialisés, un consensus se fait pour l'attribuer aux besoins de travailleurs très qualifiés, plus compétents, plus adaptables, face aux innovations technologiques. La même difficulté se posera en Europe si elle adopte, comme il est globalement souhaitable, la voie américaine. La maîtrise des inégalités devient une condition de la croissance européenne.

### EURO ET INTÉGRATION FINANCIÈRE EUROPÉENNE

Christian de Boissieu s'interroge sur « L'euro et le rééquilibrage du système monétaire et financier international ». N'abordant pas la question du taux de change euro-dollar, il centre son analyse sur la fonction monétaire de l'euro, appréciée à travers les deux principales fonctions de la monnaie : fonction de réserve de valeur, ou plus généralement rôle dans les opérations financières internationales, et fonction transactionnelle, appréhendée à partir de la facturation du commerce mondial. Notons qu'il écarte d'entrée d'inclure le yen pour examiner ce qu'on a appelé la triade monétaire : la notion de « zone yen » lui paraît discutable, en tout cas prématurée. La fonction de réserve de valeur de l'euro est appréciée à travers sa part dans les réserves de change des banques centrales - encore très restreinte - et celle dans les émissions d'obligations internationales - moins déséquilibrée, mais en recul récent, en liaison avec la dépréciation de l'euro. Au total se dessine un duopole, en particulier en ce qui concerne les réserves de change. On retrouve la même asymétrie dans les monnaies de facturation du commerce international. S'appuyant sur l'esquisse d'une théorie qualitative de la monnaie, l'auteur marque deux constituants où l'Europe doit progresser : profondeur et

liquidité des marchés financiers, qualité de la « gouvernance » économique et politique. Il estime que l'essor de l'euro commercial, moins rapide que son rôle financier, connaîtra une série de seuils et sera progressivement conforté par des effets de réseau. En ce qui concerne l'euro financier, il nuance l'appréciation souvent négative des sorties d'investissements directs vers les Etats-Unis et estime - paradoxalement - qu'une période de déficit courant cyclique de la zone euro serait favorable à un rôle croissant de sa monnaie. Mais, au total, le rééquilibrage prévisible à l'intérieur du Système monétaire et financier international ne suffira pas à réduire l'instabilité financière s'il n'est pas accompagné d'une réduction des déséquilibres internationaux (déficits américains, excédents japonais) et « la mise en œuvre d'une coordination internationale digne de ce nom ». La seule configuration actuelle des taux de change, et l'attitude américaine en la matière, montre le chemin qu'il y a à parcourir.

Enfin, la note de Daniel Lebègue sur la construction de l'Europe bancaire et financière, s'appuyant sur les conclusions d'un colloque tenu à Paris en septembre 2000, rappelle les domaines où l'intégration financière doit progresser, pour améliorer la productivité de la zone et contribuer à la stabilisation, demain à un rôle croissant de l'euro : harmonisation des règles et des pratiques entre les places qui se partagent aujourd'hui le marché des capitaux ; harmonisation de la fiscalité de l'épargne, au-delà du compromis récent ; européanisation de l'offre des produits financiers ; mise en place des conditions d'un marché unique, ouvert et transparent pour les clients particuliers. Face à la rapidité des évolutions techniques et financières, ceci ne peut être assuré que si des remèdes sont trouvés à la lenteur des processus de décision de l'Union européenne. Les toutes récentes propositions de la Commission Lamfalussy vont dans ce sens et permettent d'espérer.