

INTERVIEW

Charles Kindleberger

Propos recueillis par Marc Uzan,

University of California, Berkeley

REF : Comment définiriez-vous les grandes évolutions des marchés financiers ?

Charles Kindleberger : La thèse que j'ai souvent défendue, est que les marchés financiers sont organisés de manière hiérarchique. Les mouvements et l'évolution des centres financiers à travers l'histoire semblent valider cette thèse. Venise, Amsterdam, Londres, New York ont joué ce rôle. La question qui me semble pertinente aujourd'hui est de savoir où réside le centre de décision de la finance internationale : l'instabilité des marchés financiers indique que nous sommes dans une période de transition. Généralement, ces périodes sont dangereuses pour la stabilité du système financier international, car elles conduisent à des crises économiques. L'exemple le plus connu reste le passage de Londres à New York comme principale place financière durant l'entre-deux-guerres.

13

Nous sommes de nouveau dans ce que j'appelle une période de transition. D'un côté, les Etats-Unis vont connaître une récession après une croissance ininterrompue de huit ans. De l'autre côté, l'Europe est partagée entre deux pôles précis : une Europe dynamique qui tente de s'unir sur le plan économique, et une Europe de l'Est qui doit être totalement reconstruite pour sortir de son sous-développement. La grande inconnue reste la possibilité pour cette Europe de l'Est de passer rapidement à une économie de marché. Nous n'avons aucun modèle historique qui puisse nous donner des repères.

Nous traversons une époque où l'absence d'hégémonie au niveau financier international se fait durablement sentir, même si les institutions existent, pour nous éviter une dépression semblable à celles de 1929 ou de 1873.

Etes-vous de ceux qui estiment que Tokyo est en train de devenir le centre financier international ?

C.K. : L'équilibre des pouvoirs entre centres financiers internationaux est très instable. Tokyo a des contraintes spécifiques qui ne lui permettent pas de devenir encore un centre financier international de même nature que New York ou Londres. La Japon détient des liquidités énormes ; il les recycle pour acheter des bons du Trésor américain. Cependant, le Japon reste dépendant des Etats-Unis pour les débouchés de ses exportations. Il existe donc une

dépendance réciproque entre les deux nations. Durant l'entre-deux-guerres, les Etats-Unis étaient aussi les créanciers du monde, mais les exportations ne jouaient pas un rôle aussi sensible que les exportations japonaises aujourd'hui. De plus, Tokyo, n'est pas à l'origine des innovations financières des années quatre-vingt. Les banques japonaises qui se sont internationalisées n'ont pas encore rempli les contraintes de solvabilité du ratio Cooke de la Banque des Règlements Internationaux. Enfin, le Japon refuse de prendre ses responsabilités sur la scène économique internationale. Les Etats-Unis l'avaient refusé durant l'entre-deux-guerres avant de l'accepter. Le Japon le désire-t-il vraiment ?

C'est une question essentielle. En cas de panique financière, le centre financier doit être une autorité décisive. Les Etats-Unis ont joué ce rôle lors de la crise mexicaine de 1982 : l'intervention de la Federal Reserve, les crédits relais de la Banque des Règlements Internationaux ont évité des faillites en chaîne.

L'effondrement du système de Bretton Woods en 1971, et l'absence d'un système monétaire international semble faire prévaloir votre thèse sur la transition. Vers quel système peut-on évoluer ?

C.K. : Une monnaie dominante est toujours liée à un centre financier dominant d'où émane sa puissance. Avant la Première Guerre mondiale, le centre monétaire mondial était Londres. La livre sterling était monnaie de réserve internationale. Un nouveau mécanisme monétaire international s'installe après la Seconde Guerre mondiale avec la création d'institutions internationales basées aux Etats-Unis. On passe ainsi de la Banque d'Angleterre au Département du Trésor américain. Cette transformation s'est accomplie progressivement et avec des crises monétaires de grande ampleur. L'échec des Conférences monétaires reflète la difficulté des Etats à s'entendre sur leur politique monétaire et sur un étalon de valeur.

La mise en place d'un système multidevises qui lierait le yen, l'écu et le dollar me semble irréaliste. Le système serait trop instable : comme une Troïka où chacun voudrait mettre en avant ses propres intérêts nationaux. Les *joint ventures* pour lier ces monnaies ne peuvent fonctionner. Un leader est nécessaire.

L'expérience de la coopération durant les années quatre-vingt, comme les accords du Plaza en 1985 et ceux du Louvre ne correspondent-ils pas à une forme embryonnaire de la réorganisation monétaire ?

C.K. : La coordination des politiques économiques ne s'est pas concrétisée dans la pratique. Le processus instauré au Plaza et au Louvre a répondu à des urgences sur la scène monétaire : rectifier la surévaluation du dollar en 1984-1985. La coopération s'est avérée inefficace pour résoudre les déséquilibres économiques internationaux. Si je dois effectivement parler de coopération, je mettrais en avant la période de l'après-guerre avec l'exemple de l'Union Monétaire Européenne créée en 1950. Une coordination des politiques monétaires avec des règles précises s'appliquaient pour les Etats

INTERVIEW

membres. La coopération impliquait la réduction des déséquilibres commerciaux. La volonté des autorités a contribué au succès de cette Union.

Quelle est l'évolution prévisible pour l'intermédiation financière ?

C.K. : Dans le domaine de l'intermédiation financière aux Etats-Unis, se déroule ce que de nombreux commentateurs appellent la consolidation. On essaie de revenir sur les innovations financières internationales en les « digérant ». La crise qui frappe les intermédiaires aux Etats-Unis est inquiétante. Quel est l'avenir pour l'industrie des Caisses d'Epargne ?

Une faillite de 500 milliards de dollars ne peut que laisser des traces sur la confiance du public envers son système financier. Les banques américaines connaissent, elles aussi, des difficultés qui pourraient précipiter des changements dans le domaine législatif avec la suppression du Glass Steagall Act, loi qui sépare les banques commerciales des banques d'affaires.

Au-delà de ces aspects conjoncturels et de la remise en cause du rôle de l'intermédiaire suite aux innovations financières, j'en arrive toujours à la même conclusion : la fonction d'intermédiaire est inhérente au système. Vous devez toujours avoir une banque ou un organisme financier si vous avez des opérations de prêts ou de dépôts. On ne peut, malgré les performances éprouvées des ordinateurs, détenir une information financière sur une seule place. On aura toujours besoin d'un banquier. Comme le notait J.-P. Morgan, « On prête sur le personnage » (you lend on the character). Et cela, l'informatique n'est pas capable de le déterminer.

15

Vous parlez souvent du rôle indispensable du prêteur en dernier ressort lors d'une crise financière. Devant la globalisation financière, ce prêteur doit-il être un acteur domestique ou international ?

C.K. : Le prêteur en dernier ressort repose sur une atmosphère de confiance. Au niveau international, je pense que ce prêteur est assuré par le groupe des 10. Il ne faut pas sous-estimer l'élément politique qui est sous-jacent. Les Etats-Unis ont joué ce rôle pour le Mexique et non pour l'Argentine.

Au niveau domestique, le prêteur en dernier ressort agit au moment où les autorités perçoivent en fait un élément de propagation de la crise. C'était le cas lors de la faillite de la ville de New York en 1970, du dépôt de bilan de la Continental Illinois dans les années quatre-vingt. La faillite de Drexel n'avait pas cet élément de propagation d'une crise qui aurait embrasé Wall Street.

Le krach de 1987 a été comparé à celui de 1929. Pourquoi cette crise financière ne s'est pas transformée en récession ?

C.K. : Dans les deux cas, le rôle des institutions est fondamental. En 1929, par exemple, la façon dont les courtiers traitent les matières premières est essentielle : ils achètent les matières en provenance de Londres. Quand le marché financier s'est effondré suite à la politique monétaire restrictive de la Banque centrale, les banques ont décidé d'arrêter les prêts aux courtiers. En conséquence, les prix des matières premières se sont effondrés. Cette baisse

a entraîné la propagation de la crise qui s'est transformée en dépression. L'autre élément à prendre en compte en 1929 a été la suspension des prêts aux pays en voie de développement et à l'Allemagne de la part des banques américaines.

En 1987, il n'y a pas eu d'impact de l'évolution des prix des matières premières sur les marchés financiers. La seule extension possible avec la crise de 1929, est que le secteur de l'immobilier remplace en quelque sorte les matières premières.

L'Europe monétaire est en marche. Peut-on achever l'union monétaire sans avoir préalablement accompli l'union politique ?

C.K. : Prenons les exemples historiques. L'Allemagne achève d'abord l'union politique en 1870, crée en 1874 la Reichsbank et en 1875 le Reichsmark. L'Italie est dans un cas identique. L'unification monétaire est la dernière étape à réaliser. Elle sera maintenant liée au coût économique de la réunification allemande. Je crains dans cette optique une hausse des taux d'intérêt au niveau international.

La Finance Internationale semble dérivée vers une sophistication croissante au détriment du rôle des banquiers et des gouverneurs des Banques centrales comme ce fut le cas durant l'entre-deux-guerres. La fin d'un certain âge d'or ?

C.K. : Les modèles économétriques ne peuvent pas remplacer la décision prise par les hommes. Dans la Finance internationale, l'intuition est primordiale. La responsabilité incombe au financier, et non à la machine.

(mai 1990)