

Rapport du jury concernant cette épreuve et cette session :

<http://www.educnet.education.fr/ecogest/concours/agreg/externe/default.htm>

LE SUJET :
DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUE ET FINANCEMENT INTERNATIONAL

Le vaste mouvement international de libéralisation financière, amorcé dans les années soixante dix aux Etats-Unis, a considérablement modifié le poids de la contrainte extérieure dans la conduite des politiques économiques. L'enjeu premier pour les Etats était alors de capter l'épargne internationale pour financer leur développement économique.

Le décloisonnement entre le marché monétaire (court terme) et le marché financier (long terme) ainsi que la désintermédiation bancaire permettraient aux Etats et aux entreprises de financer directement les conditions de leur développement économique sur les marchés financiers.

Cette plus grande fluidité des capitaux conjuguée à une meilleure accessibilité devaient permettre une allocation efficiente de l'épargne.

Ce ne fut pas le cas sur le plan international, car d'un axe Nord-Sud où l'épargne était censée se diriger pour financer des économies en voie de développement, on constata que les capitaux internationaux finançaient avant tout l'activité économique des pays développés (le Japon et l'Allemagne finançaient en particulier l'économie américaine durant les années quatre-vingt). Les Pays en Voie de Développement et les économies émergentes ne bénéficiaient en grande partie que de l'aide publique comme mode de financement de leur développement économique.

Au niveau micro-économique, l'accès direct des entreprises au financement par les marchés financiers, installe les cadres d'un nouveau mode de gouvernance de l'entreprise avec notamment un pilotage du développement économique autour de la création de valeur (en particulier l'EVA).

Ainsi, simultanément de grandes entreprises présentaient des bénéfices de fin d'exercice conséquents et des plans de licenciement (Michelin, qui malgré une marge bénéficiaire nette de 17% en 2000 annonça un vaste plan de licenciement).

Cette allocation internationale inoptimale des moyens de financement et les nouveaux modes de gouvernance des entreprises posent la question d'une dichotomie apparente entre le développement de la sphère de l'économie réelle et de la sphère financière.

Au delà de ces deux aspects importants, la libéralisation financière a facilité le financement du développement économique des Etats et des entreprises. Cependant, de manière concomitante, ce mouvement s'est accompagné de crises de système qui ont affecté le développement économique international et il a renforcé les cadres d'un paysage économique international dual marquant davantage la frontière entre pays riches et pays pauvres en terme d'accès au financement de leur développement économique.

En facilitant l'accès au financement international, la globalisation et la libéralisation financières nourrissent et facilitent le développement économique mais ils contribuent aussi à des crises de système et à l'installation d'une économie internationale duale (I).

Il faut donc accompagner ce mouvement en installant les cadres d'une régulation macro-économique et institutionnelle afin de faciliter et contrôler les conditions d'accès et d'utilisation des financements internationaux destinés au développement économique (II).

.I. Des financements internationaux moteurs du développement économique mais également à l'origine de crises de système et d'une allocation internationale inoptimale

Les Etats et les entreprises financent leur développement économique en utilisant l'épargne et les capitaux internationaux (1.1)

Le recours à ces modes de financement direct, sur des marchés financiers de plus en plus globalisés, va exposer les économies à des crises de système. De même, les conditions d'attractivité des capitaux internationaux vont faire cohabiter un monde financier global et un monde économique dual où seuls les pays développés auront accès aux moyens de leur développement (1.2).

1.1 Un développement économique des Etats et des entreprises qui s'appuie sur les sources de financement international

A la recherche de ce que Samuelson a appelé « le taux de change réel d'équilibre », les Etats ont dû, à partir de la fin des années soixante dix, piloter leur développement économique en fonction de la contrainte extérieure : pour sur un plan interne se doter des conditions d'une croissance non inflationniste et sur un plan externe, assurer les cadres de la compétitivité de leur économie.

L'accès aux marchés financiers leur permettait alors de financer non monétairement leurs dépenses publiques, en recourant en particulier au marché obligataire (l'Etat est à l'origine de $\frac{3}{4}$ des émissions nouvelles d'obligations en France). Ils convenaient pour eux de capter les sources de financement de leur développement économique à savoir l'épargne internationale. Or, la globalisation financière, qui consacrait un vaste marché financier, se caractérise par l'extrême mobilité des capitaux. Ces derniers se déplacent sur les zones économiques qui leur garantissent rentabilité et un maximum de stabilité.

L'accès aux capitaux internationaux pour financer leur économie, la nécessaire autonomie et maîtrise de la politique monétaire pour contenir l'inflation expliquent le système de change flexible de la plupart des économies développées (démonstration par le triangle des incompatibilités de Mundell-Flemming). Selon le degré d'orthodoxie de leur politique monétaire, les Etats piloteront alors leur politique économique en fonction d'un double objectif croissance-inflation (fonction de réaction de Taylor, utilisée par la politique monétaire américaine) ou en accordant la primauté à la cible inflation (cas de la conduite de la politique monétaire européenne conformément à l'article 105 du traité de Maastricht).

Donc, au delà de l'accès au financement international, ce sont les modes de conduite et de pilotage des politiques économiques (conjoncturelles ou structurelles) qui conditionnent également le degré d'efficacité du développement économique.

Dans ce type de stratégie, il convient d'apporter une grande attention à la nature des investissements financés sur les marchés internationaux. En effet, l'approche endogène des modèles de croissance peut être utilisée au niveau des modes de développement économique : les notions d'investissement en capital public (Barro, 1988), en capital humain (modèle A.K de Romer et Lucas) ou ceux liés à la recherche et aux processus d'innovation (Aghion, Romer, Howitt en 1992) peuvent installer une économie dans un cycle long de croissance et de développement de type Kondratieff. De par les externalités positives de ce type d'investissement, l'Etat peut donner à son territoire et à ses entreprises les conditions de leur développement économique.

Les entreprises ont également appuyé leur développement en recourant aux financements internationaux. Tout comme les Etats, elles sont passées, pour reprendre une expression de Hicks, « d'une économie d'endettement à une économie de marché financier ». A partir de 1982, la désintermédiation bancaire en France leur permet un financement direct sur les marchés financiers. La création d'un second marché va permettre à des entreprises de taille plus modeste d'être cotées alors que le nouveau marché, à l'image du NASDAQ aux Etats-Unis, aidait des jeunes entreprises françaises à se développer dans les secteurs de la haute technologie. L'Etat encouragea ce mouvement de titrisation en participant à l'élaboration de nouveaux produits financiers tels que les certificats d'investissement.

Néanmoins, l'intermédiation bancaire continue de concerner 90% des PME et 40% des grandes entreprises françaises.

La plus grande ouverture du capital à de nouveaux actionnaires et les exigences de rentabilité à court-terme vont formaliser les limites d'une libéralisation financière mal régulée

1.2 Un financement international qui permet un développement économique mais qui contribue également à sa fragilité.

Le développement de crises de système, aux origines et aux conséquences différentes, illustre la fragilité qui accompagne ce mouvement de globalisation financière.

Le comportement imprudent des banques, jusque là vecteurs de financement par le crédit, va exposer les économies à des crises importantes : en finançant des fonds spéculatifs (hedge funds) aux positions risquées et opaques, en contribuant à l'exportation de capitaux étrangers en Asie du sud-est en 1996 et 1997, et en se diversifiant par la mobiliérisation de leur bilan (création de leur propre OPCVM), les banques endossent une grande responsabilité dans les crises de système des années 90. L'innovation financière, multipliant la substituabilité entre actifs et leur degré de liquidité, va contribuer au manque de lisibilité d'indicateurs servant de référence à la conduite de la politique monétaire (M3). Des banques fragilisées et exposées, des indicateurs de référence de moins en moins opérants pour la conduite de la politique économique, vont introduire de l'incertitude, facteur nuisible au développement économique (loi Goodhart avait démontré ce risque d'illisibilité d'un indicateur comme M3H dans une économie financièrement intégrée). Cette incertitude encourage des comportements mimétiques et conduisent « à une rationalité auto-référentielle » des marchés (A. Orléan).

Ces crises de système débutent souvent dans des économies émergentes, qui, pour financer leur développement, recourent aux capitaux internationaux. Afin d'attirer ces sources de financement, elles cherchent à rassurer les investisseurs internationaux malgré la fragilité de leur structure économique (économies très ouvertes, spécialisées). On explique ainsi le vaste mouvement d'ancrage monétaire et en particulier la dollarisation. Abandonnant l'autonomie de leur politique monétaire, ces pays vont s'ancrer sur une monnaie tierce en dépit de l'avis négatif du FMI qui les estime incapables de défendre leur parité (cas de l'Argentine en 1991 lorsqu'elle adopta un régime de « currency-board » ou caisse d'émission). Ainsi après le Pérou, l'Equateur, le Timor, le Salvador abandonnent le Colar en 2001. Ces pays se sont alors exposés à des risques et à des problèmes d'ajustement identifiés par le paradoxe de Triffin et le problème du N-1 : la défense de leur parité, destinée à rassurer les prêteurs internationaux, va s'accompagner de coûts d'ajustement élevés amenant le plus souvent ces pays vers la stagflation.

Si l'accès aux financements internationaux apparaît comme le corollaire au développement économique, il apparaît indispensable d'installer les cadres d'une régulation internationale.

.II. Réguler les conditions d'accès et d'utilisation du financement international pour asseoir les sources d'un meilleur développement économique

Pour permettre cette régulation, il convient d'agir sur les mouvements de capitaux (2.1) et sur les acteurs (2.2).

2.1 Réguler les flux de capitaux pour permettre au financement international d'accompagner le développement économique.

Cette régulation peut s'exprimer tout d'abord de manière directe par un contrôle sélectif des mouvements de capitaux. Il s'agirait de taxer les flux de capitaux de court terme sans pénaliser les investissements de long terme comme les IDE.

Ce mode de régulation, employé par le Chili, par exemple, évite aux Etats de s'enfermer dans des situations de dépendance totale par rapport aux capitaux étrangers, les exposant à des crises majeures quand ces capitaux cherchent à fuir le pays concerné.

Un autre mode de régulation consisterait « à jeter du sable dans les rouages de la finance mondiale » en instituant une taxe. Tobin propose ainsi une taxation oscillant entre 0,05% et 1% des transactions financières à caractères spéculatifs évitant ainsi de faire disparaître des sources de financement d'investissement de capacité.

Cependant, son caractère non universel, peu contraignant « une « attaque » sur une monnaie faible peut amener un gain de 50%) et la très grande difficulté à distinguer des opérations spéculatives de celles liées aux échanges internationaux (produits dérivés pour se protéger d'un risque de change, par exemple) la rendent difficilement applicable.

On peut enfin remarquer que ces flux de capitaux de court terme exposent d'autant plus ces économies émergentes que celles-ci adoptent des systèmes de change fixes ou quasi-fixes très coûteux en terme d'ajustements sur la sphère réelle. Certains spécialistes du FMI leur préconisent un système de parités fixes mais ajustables, fonction d'un panier de monnaies caractéristiques de leurs principaux partenaires commerciaux.

Un manque de lisibilité de l'information, d'importantes faiblesses en matière de surveillance et des pouvoirs de sanctions limités démontrent que la régulation passe également par une réflexion et une action au niveau des acteurs du financement international.

2.2 Renforcer la lisibilité de l'information sur les marchés et agir sur les acteurs directs du financement international pour mieux servir le développement économique

Avant même le vaste mouvement de libéralisation financière, Fama et Tobin, en s'appuyant sur les travaux de Bachelier, ont analysé la notion d'efficacité des marchés. Rapporté au marché du financement international, on peut constater un degré d'inefficacité important qui s'exprime à trois niveaux :

- *une inefficacité informationnelle* qui conduit à la myopie des marchés (Aglietta et Mensch). La multiplication des produits dérivés (à terme, à option ou sous la forme de swaps), la substituabilité entre actifs (comme par exemple des obligations transformables en actions, ou à taux variables,...) contribue à cette opacité et à « l'inefficacité de long terme » (Aglietta).
- *une inefficacité allocative* : la nature des arbitrages en matière d'allocation d'épargne fait que les flux de capitaux ne se déplacent pas sur les bassins économiques qui ont un besoin de financement important
- *une inefficacité quant à la connaissance des risques* renforçant « les esprits animaux » et les comportements imprudents (les banques occidentales auraient dû s'interroger sur des risques de sur-capacités quand elles ont financé une partie du développement des pays du sud-est asiatique en 1995 et 1996).

Ce degré d'inefficacité des marchés financiers contribue à une utilisation de l'épargne internationale peu favorable à un développement économique international optimal. De même, il souligne la nécessaire régulation concernant les acteurs directs du financement international.

La responsabilité du secteur bancaire est engagée aussi bien lors des crises de système qu'au niveau de la situation de surendettement des entreprises à la suite de l'éclatement de bulles spéculatives.

Pour renforcer la surveillance du secteur bancaire et pour préserver « ce bras » indispensable à la conduite de la politique monétaire, le Comité de Bâle, dans le cadre de l'action de la Banque des Règlements Internationaux (la BRI), a mis en place en 1998 le ratio Cooke pour limiter les engagements des banques à une certaine hauteur de leurs fonds propres (Fonds propres/engagements supérieur ou égal à 8%). En 2006, cet indicateur sera remplacé par le ratio Mac Donough qui prendra en compte le degré des risques liés aux engagements des banques (afin d'éviter de geler des crédits nécessaires à des investissements productifs).

De même, il convient de gérer des situations d'hystérésis : conscientes des erreurs développées dans les années 90, les banques sont de plus en plus exigeantes sur les conditions de financement. Or, les entreprises « digèrent » la crise de surcapitalisation et l'effondrement des cours a mécaniquement augmenté le taux d'endettement des entreprises qui souffrent d'un rating » très sévères du secteur bancaire se traduisant par des conditions d'accès au crédit très onéreuses.

Pour accompagner et surveiller le secteur bancaire, il conviendrait que les différentes banques nationales disposent de pouvoirs d'injonction plus prononcés (exiger des restructurations de portefeuilles, des inscriptions de provisions supplémentaires, ...). Ces pouvoirs renforceraient la confiance des marchés et contribueraient à une circulation moins erratique des flux de capitaux.

Sur un plan international, on peut établir le même constat : le FMI ne dispose que de moyens limités et insuffisants pour être la véritable instance de la régulation des financements internationaux.

Ainsi, par exemple, lors de la crise mexicaine de 1994, sans l'intervention de la FED, le FMI n'aurait pu éviter une crise de système majeure.

De même, on constate que l'aide financière du FMI sert avant tout à rembourser les créanciers privés, privant alors le pays de sources de financement pour surmonter la crise et installer les cadres d'un nouveau développement économique. Le FMI avait déjà demandé au Pakistan et à l'Equateur de ne pas rembourser les créanciers privés pour les obliger à une renégociation de la dette.

Anne Krueger, N°2 du FMI, propose de s'inspirer de la loi américaine, dite CH11, pour instaurer des situations de mise en faillite d'un Etat (principe de la dette souveraine) et protéger ainsi les pays débiteurs. Cette proposition a rencontré une opposition dans de nombreux Pays en Voie de Développement, qui craignent, en amont, la mise en place d'un mécanisme de couverture renchérissant les conditions d'accès au financement international et donc au développement économique.

L'inefficience des marchés financiers est illustrative de l'exploitation et de l'allocation non optimales du financement international pour le développement économique. Ce degré d'inefficience s'explique en grande partie par une régulation qui connaît d'extrêmes difficultés à répondre au caractère global du fonctionnement des marchés financiers.

Ce constat, tout en posant la question des moyens alloués au FMI pour surveiller et intervenir, caractérise une nécessaire réflexion sur les modes de coordination des politiques économiques des différents pays et régions.

Cette forme de « coordination bien public », qui s'exprimerait sur un plan international, renforcerait l'efficacité allocative des financements internationaux et servirait un développement plus équitable et durable.