

## CRISE DU COMMERCE MONDIAL ET ACTUALITÉ DE LA DÉMONDIALISATION...

Xavier Dupret

38.900 signes

Avril 2016

*L'habitant de Londres pouvait commander par téléphone divers produits de la terre entière et s'attendre raisonnablement à ce qu'ils lui soient livrés rapidement à domicile, il pouvait en même temps risquer sa fortune en investissant dans les ressources naturelles et les entreprises nouvelles de n'importe quel coin du monde... et, surtout, il considérait que cet état de choses était normal, certain et permanent, que cela ne pouvait changer que dans le sens de l'amélioration, et que toute exception était scandaleuse, aberrante et évitable*

(J. M. Keynes, 1919, parlant de la période antérieure à 1914 in *La pauvreté dans l'abondance*, collection Tel (n°320), Gallimard, Paris, 2002, p.243)

*Parmi la myriade de commentaires qui se proposent d'anticiper les tendances de l'économie mondiale, un indicateur a été plutôt abondamment commenté par la presse spécialisée<sup>1</sup>. En l'occurrence, il s'agit du Baltic Dry Index (BDI) qui permet d'anticiper les prix pour le transport maritime en vrac de produits dits secs (principalement le charbon, les minerais et les céréales). Le BDI est publié depuis 1985 par la société Baltic Exchange Limited company basée à Londres.*

De par sa fonction d'indicateur de coûts, le BDI s'avère plutôt pertinent pour situer la demande de transport international et partant, le dynamisme du commerce mondial. L'histoire récente nous a permis d'identifier de bien troublants parallélismes entre les fluctuations du BDI et celles de l'économie mondiale.

### ***Parallélismes***

C'est ainsi qu'au printemps 2008, peu avant que n'éclate la crise des *subprimes*, le BDI atteignait un plus-haut historique en dépassant largement les 11.000 points<sup>2</sup>. L'évolution de l'index était portée par le supercycle des matières premières résultant de la croissance à deux chiffres de l'économie chinoise. Cette dernière a alimenté une demande croissante de matières premières de la part de l'atelier du monde tant et si bien que le transport maritime a, durant la première décennie du nouveau millénaire, connu une croissance ininterrompue.

Rien n'avait, jusque-là, gêné la progression continue du BDI. Cette dernière semblait promise à une croissance aussi infinie que spectaculaire.

A la fin de l'année 2008, le BDI laissait fort logiquement transparaître les tendances récessives de l'économie mondiale. L'index était, à cette époque, retombé sous la barre des 670 points. Depuis lors, l'allure de l'indice présente davantage l'allure d'une montagne russe que d'une courbe de fonction exponentielle. Et les hoquettements de l'économie mondiale ne sont évidemment pas étrangers à cet état de choses.

---

<sup>1</sup> L'Echo, 8 janvier 2016.

<sup>2</sup> Bloomberg, 21 janvier 2015 (Url: <http://www.bloomberg.com/quote/BDIY:IND>).

C'est, d'ailleurs, peu dire que le BDI se caractérise, depuis l'éclatement de la crise de 2007-2008, par une importante volatilité structurelle. A la mi-octobre 2011, il dépassait les 2170 points avant de plonger sous la barre des 700 points à la fin de l'année 2012. Tout au long de l'année 2013, le BDI allait se lancer à la conquête de nouveaux sommets et finissait par dépasser son niveau de 2011 au début de l'année 2014 en franchissant la barre des 2.200 points. Depuis deux ans, l'évolution de la courbe du BDI montre une dynamique globalement baissière. Le 18 février 2015, le *Baltic Dry Index* était coté à hauteur de 513 points. Il s'agit là, mine de rien, d'un plus-bas depuis 1985. Un mouvement temporaire de remontée de l'index s'est produit après cette inflexion majeure. En un semestre, le BDI reprenait près de 700 points. Depuis, la baisse a été constante tant et si bien que le BDI a perdu plus de 800 points en quatre mois. Le 20 janvier 2016, le *Baltic Dry Index* tombait au niveau historiquement bas de 358 points<sup>3</sup>. Depuis, le BDI végète à ce niveau particulièrement déprimé (il était de 354 points le 7 mars 2016). Du jamais vu...

La chute impressionnante des cours du pétrole n'explique pas à elle-seule la baisse des coûts de transport maritime qui, pour l'heure, doit également être rapportée à la décélération de l'activité économique en Chine. Cette dernière vient mettre un terme à une mutation entamée récemment et dont l'objectif était d'axer davantage la croissance chinoise sur la consommation. A ce titre, les dévaluations en cascades du yuan, depuis l'été 2015, témoignent d'une nette volonté dans le chef de Pékin de restreindre ses importations.

Pourtant, un rapport de la banque HSBC anticipait, il y a peu, une reprise du commerce mondial à partir de 2017 à raison d'un taux de croissance annuel en valeur de 8% pour 1,5% en moyenne entre 2012 et 2014. Ce texte a été, il est vrai, rédigé avant le tête-à-queue monétaire opéré par la Banque populaire de Chine à l'été 2015. D'après HSBC, la croissance du commerce mondial ne reposera plus exclusivement à l'avenir sur les épaules de la Chine mais également sur le développement du commerce extérieur de l'Inde et du Vietnam<sup>4</sup>.

### ***Bémol ?***

Convient-il, ce faisant, de relativiser radicalement les propriétés prédictives du BDI ? Il se dit, en effet, que le niveau de ce dernier aurait autant trait à l'offre qu'à la demande de services de fret. La chose n'est pas anodine dans un secteur caractérisé par une inélasticité structurelle importante impliquant, entre autres choses, que les navires commandés avant la crise de 2008 ont été livrés deux ou trois ans après la survenance de cette dernière. Les spécialistes n'hésitent d'ailleurs plus à évoquer un excédent structurel de navires de transport à l'échelle mondiale<sup>5</sup>.

Pour statuer de façon relativement sûre au sujet des perspectives du commerce mondial, il conviendrait de focaliser l'analyse sur un indicateur mesurant l'activité commerciale *stricto sensu*. Pour ce faire, on se référera utilement à l'indice Harpex calculé par l'affréteur Harper Petersen & co. L'Harpex possède, en effet, la particularité de refléter le taux d'occupation effectif des porte-conteneurs. A la mi-janvier 2016, l'indice Harpex était de 365 points, c'est-à-dire deux points à peine de plus qu'à la fin de l'année 2015. Ce (très) léger mieux ne doit

---

<sup>3</sup> Ibid.

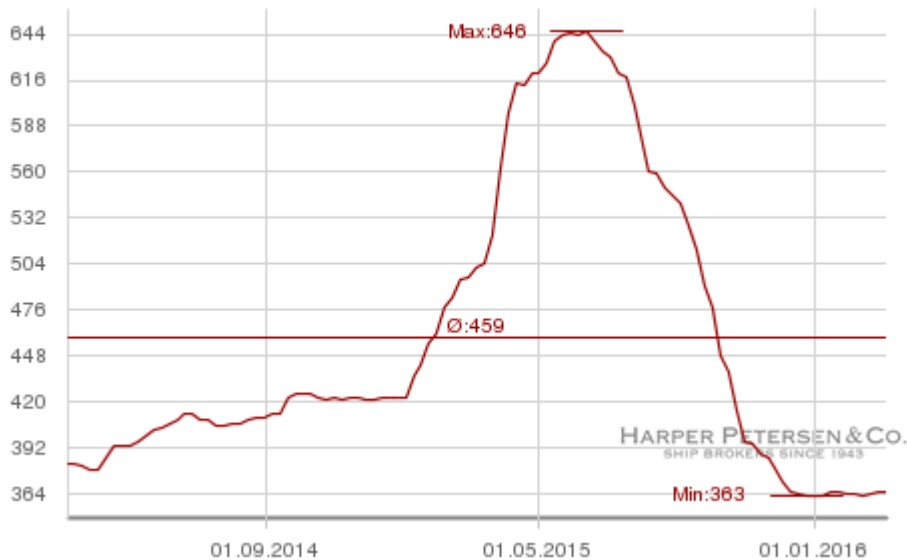
<sup>4</sup> HSBC, Global Overview, novembre 2015.

<sup>5</sup> The Economist, 10 mars 2015.

pas occulter un fait majeur. Le niveau actuel de l'Harpex est beaucoup plus proche de son plus-bas du printemps 2009 (275 points), alors que les affres de la déflation se rappelaient aux bons souvenirs de l'économie internationale, que de son pic de l'été 2008 (1.402 points)<sup>6</sup>.

La chute de l'indice Harpex est particulièrement impressionnante. Depuis la mi-février 2016, l'Harpex s'est stabilisé aux alentours de 365 points.

### Graphique 1. Evolution de l'Harper index depuis l'été 2013



Source : Harper Petersen & co, 7 mars 2016.

C'est là un plus bas depuis l'été 2013. Les tendances révélées par le BDI, qui n'est pas, comme nous l'avons vu, totalement exempt de reproches, s'avèrent donc parfaitement corroborées par l'indice Harpex.

### *Tendances de fond*

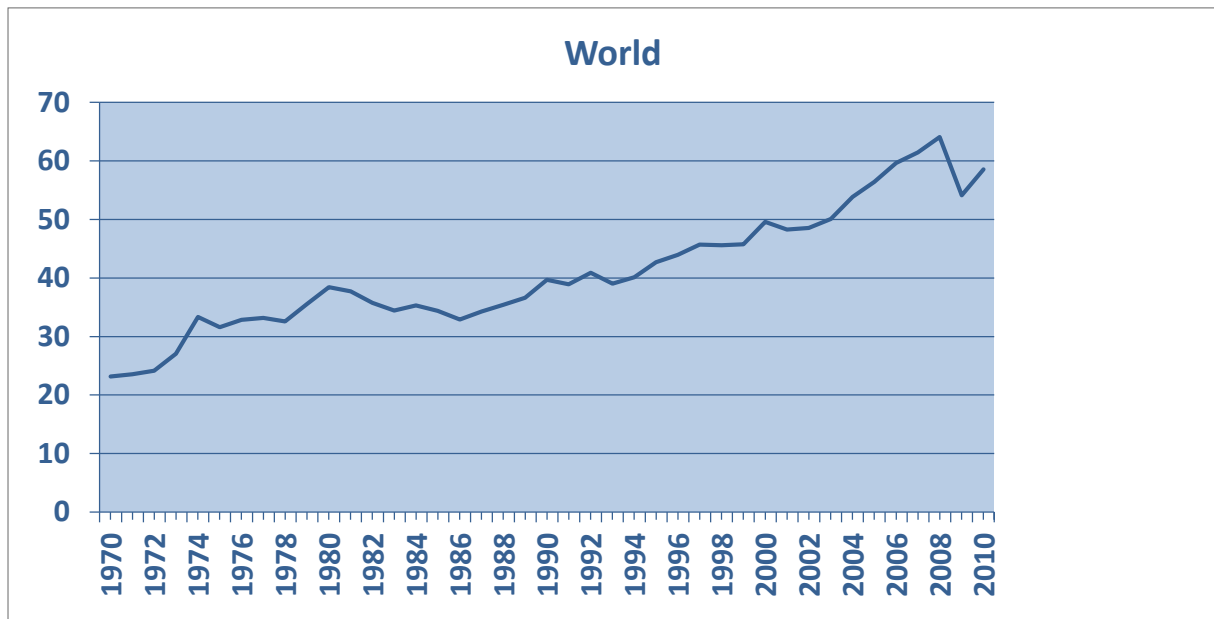
Les performances du commerce mondial en 2016 ne seront donc pas mirobolantes. Par-delà le constat d'ordre strictement conjoncturel, on cherchera à identifier les tendances de fond qui permettraient d'expliquer cette dégradation.

La crise en Chine constitue, bien entendu, un élément particulièrement important pour augurer des mouvements structurels du commerce mondial. Et, partant, de la mondialisation comme schéma constitutif de l'organisation du commerce mondial depuis l'ouverture de la Chine et de son milliard d'habitants aux échanges avec les puissances occidentales en 1978. A partir de cette date, le commerce mondial a connu une croissance fulgurante. Depuis le début des années 80, la part des exportations de marchandises rapportées au PIB mondial est passée de 23% du PIB mondial en 1971 à 58,53% 2010.<sup>7</sup>

### Graphique 2. Progression des échanges internationaux depuis les années 70 (exportations en % du PIB mondial) de 1970 à 2010

<sup>6</sup> Harper Petersen & co, 21 janvier 2015 (Url: <http://www.harperpetersen.com>)

<sup>7</sup> United Nations Statistics Division, National Accounts Main Aggregates Database, December 2011.



Source: United Nations Statistics Division, National Accounts Main Aggregates Database, December 2011

En 2010, le commerce mondial n'était toujours pas revenu à son niveau de 2007. Les années de croissance vertigineuse du commerce mondial sont derrière nous depuis déjà presque une décennie. C'est, d'ailleurs, l'Organisation mondiale du commerce (OMC) elle-même qui le confesse.

La croissance du commerce mondial de marchandises restera, d'après l'OMC, bien inférieure à la moyenne annuelle de 5,1% enregistrée depuis les années nonante. A cette époque, la croissance du commerce international de marchandises a toujours été supérieure à celle du PIB mondial. Ce n'est plus le cas depuis la crise de 2008. « Les gains modestes affichés en 2014 ont marqué la troisième année consécutive de croissance des échanges inférieure à 3%. Entre 2012 et 2014, leur croissance n'a été que de 2,4% en moyenne, ce qui est le plus faible taux enregistré sur trois ans en période de croissance des échanges (en excluant des années comme 1975 et 2009, où le commerce mondial a diminué)». <sup>8</sup>

Des analyses de l'OMC, il ressort que « l'expansion du commerce ne dépassera plus (...) la croissance économique globale, comme cela a été le cas pendant des décennies. L'augmentation de 2,8% du commerce mondial en 2014 est à peine supérieure à la croissance du PIB mondial pendant l'année, et les prévisions de croissance du commerce pour 2015 et 2016 ne sont que légèrement supérieures à la croissance attendue de la production ». <sup>9</sup> Malgré ce constat, l'OMC continuait, au printemps dernier, à miser sur l'internationalisation des échanges. « Ces faits laissent penser que le ralentissement du commerce est dû à une combinaison de facteurs cycliques et structurels. Par conséquent, bien que l'OMC prévoie

<sup>8</sup> Organisation mondiale du commerce (OMC), communiqué de presse, 14 avril 2015, p.1.

<sup>9</sup> Organisation mondiale du commerce (OMC), op.cit, p.2.

encore une faible croissance du commerce en 2015 et en 2016, elle n'exclut pas le retour à une croissance plus rapide par la suite ».<sup>10</sup>

Pour le coup, l'OMC se montrait, à l'époque, bien trop optimiste. Entretemps, la crise en Chine a fait ressentir ses effets sur le commerce mondial. Et ce dernier d'accuser le coup en ce premier trimestre 2016. Le commerce international de marchandises en valeur nominale a crû en volume de 2,5% au cours de l'année 2015. Ce qui est inférieur à la croissance mondiale qui a été de supérieure à 3%. Pour retrouver une tendance similaire, il faut retourner à la grande récession de 2009. Pour l'essentiel, ce manque de dynamisme s'explique par le ralentissement économique constaté en Chine et dans les économies émergentes<sup>11</sup>.

On notera avec intérêt qu'au sein des pays émergents, les éléments de relance du commerce international reposent sur des bases pour le moins précaires. C'est ainsi que le regain des exportations brésiliennes vers l'Asie repose fondamentalement sur des données d'ordre monétaires, à savoir la dépréciation du real par rapport au dollar. Cet épisode risque d'être d'assez courte durée. Car il ne semble pas improbable que l'exemple chinois ne soit pas imité, à plus ou moins brève échéance, par d'autres nations asiatiques, à savoir laisser le cours de leurs monnaies respectives se déprécier pour doper leurs exportations et, parallèlement, limiter leurs importations.

Les résultants pour la Chine sont, de ce point de vue, particulièrement probants. Le commerce extérieur chinois a connu une contraction de 7% au cours de l'année 2015. Mais la Chine dispose toujours d'une balance commerciale excédentaire dans la mesure où ses importations ont baissé de 13%. Les dépréciations à répétition du yuan, depuis cet été, participent donc, pour l'heure, d'une volonté sinon protectionniste du moins fortement défensive de la part de Pékin.

### *Evolution structurelles et mise en perspective*

Il va de soi que si cette stratégie, visant au maintien des excédents, devait être adoptée par d'autres grands de l'économie mondiale, le commerce international en ressortait durablement affaibli. Et en tout état de cause, si le taux de croissance du commerce mondial en volume devait continuer à être inférieur à celui de la production de biens à l'échelle mondiale, nous assisterions clairement à un changement d'époque. La production des différents pays ferait, si cette hypothèse se confirmait, de moins en moins l'objet d'échanges à l'échelle internationale.

Si on mesure la mondialisation en s'appuyant principalement sur les exportations de marchandises (que l'on prendra soin de compléter par une évaluation de la circulation du capital financier à l'échelle internationale), on s'apercevra que l'internationalisation des échanges ne constitue en aucun manière un mouvement unilatéral et, somme toute, irréversible de l'économie mondiale. On peut, à ce propos, diviser l'histoire du commerce international en plusieurs vagues démontrant clairement que la question de l'internationalisation des échanges ne peut être envisagée de façon linéaire.

Une première vague d'internationalisation des échanges s'est, en effet, produite de 1870 à 1914. Les exportations de marchandises à l'échelle mondiale ont pratiquement doublé en

---

<sup>10</sup> Organisation mondiale du commerce (OMC), op.cit, p.11.

<sup>11</sup> Financial Times, 26 février 2016.

passant de 5 à 10% du PIB mondial durant cette période. Le déclin du commerce international va, par la suite, durer jusqu'aux années 50.

Il faut, en effet, attendre les Golden Sixties pour que le commerce mondiale retrouve son niveau d'avant la Première Guerre mondiale. Le flux international de biens va se stabiliser autour de 12 à 13% du PIB mondial durant les années 70-80.

Une troisième vague de mondialisation voit le jour à la fin des années 80. D'entrée de jeu, on repérera son caractère clairement financier. Les chiffres sont, à ce sujet, très clairs. Le stock de capital étranger dans les pays périphériques est passé de 11 à 22% du PIB mondial entre 1980 et l'an 2000 alors que les échanges internationaux de marchandises culminaient aux alentours de 15% du PIB mondial<sup>12</sup>. En 2007, les flux de capitaux transfrontaliers équivalaient à 20% du PIB mondial<sup>13</sup>. La crise de 2008 va, pour un temps, mettre un frein à cette phase d'expansion financière. Les flux à destination des nations périphériques vont stagner autour des 3% du PIB en 2008 et 2009.<sup>14</sup>

Une légère remontée va se produire à partir de 2010 sans toutefois jamais retrouver le niveau de 2007. Une étude de 2014 a établi que le niveau des flux transfrontaliers de capitaux équivaut, de nos jours, au tiers de celui d'avant la crise<sup>15</sup>.

A vrai dire, la première vague de mondialisation de 1870 à 1914 était, elle aussi, de nature profondément financière. Durant cette phase, les exportations de marchandises vont, aux alentours de 1910, culminer à 8% du PIB mondial. Ce chiffre est, de loin, inférieur à celui qui prévaut, en la matière, depuis l'avènement de la troisième vague de mondialisation depuis la fin des années 80. Les exportations de marchandises représentent depuis 15% du PIB mondial.

### ***Les aléas de l'exportation de capitaux***

Par contraste, la première vague de mondialisation présentait un profil beaucoup plus franchement financier. Aux alentours de 1910, les exportations de capitaux à destination des colonies représentaient près de 30% du PIB mondial. Au tournant du nouveau millénaire, ce flux était de 20%. Nous touchons ici à une différence fondamentale de fonctionnement des marchés internationaux de capitaux au XIX<sup>ème</sup> et à la fin du XX<sup>ème</sup> siècle.

« Il y a cent ans, la plupart des flux financiers allaient des pays riches (surtout la Grande-Bretagne) vers les zones sous-développées, à l'intérieur et à l'extérieur de l'Empire — c'est-à-dire des régions riches en capitaux vers les régions pauvres en capitaux, l'objectif étant de faciliter la croissance à long terme. Aujourd'hui, très peu de capitaux vont aux régions pauvres. La plupart des mouvements de capitaux relèvent aujourd'hui de la diversification -ils contrebalancent presque intégralement les flux bruts entre pays riches- et visent

---

<sup>12</sup> FMI, "The World Economy in the Twentieth Century: Striking Developments and Policy Lessons", *World Economic Outlook* (chapitre V), mai 2000.

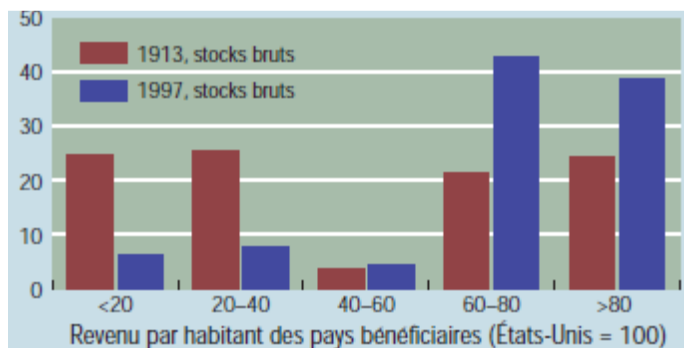
<sup>13</sup> OCDE, OECD Outlook, 2011, volume 2011/1, pp291-292.

<sup>14</sup> OCDE, *ibid.*, p.294.

<sup>15</sup> Elliott James, Kate Mc Loughlin et Ewan Rankin, *Cross-border Capital Flows since the Global Financial Crisis*, Reserve Bank of Australia, Bulletin June Quarter 2014, Sydney, p.65.

principalement à réduire le risque grâce à un ajustement des portefeuilles ». <sup>16</sup> De telle sorte que de nos jours, « le marché mondial des capitaux ne fournit pas assez de capitaux pour aider les pays qui en ont le plus besoin à se développer à long terme ». <sup>17</sup>

### Graphique 3. Destination des flux de capitaux en fonction du niveau de richesse des pays



Source : Alan M. Taylor et Maurice Obstfeld, *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth*, Cambridge University Press, Cambridge, 2004.

En 1913, les pays dont les revenus par habitant étaient inférieurs à 40% du revenu *per capita* des Etats-Unis bénéficiaient de capitaux étrangers pour 20% de leurs PIB. A la fin des années nonante, ce chiffre tombait largement sous les 10%.

Certes, depuis le début des années 2000, on a noté une progression des flux de capitaux à destination des pays émergents mais il semble bien que cette époque soit, aujourd'hui, révolue. « L'ébauche de normalisation de la politique monétaire de la Fed et le ralentissement de la croissance dans la majorité des grands émergents une fois l'effet des politiques contracycliques épuisé ont conduit les acteurs des marchés financiers à réapprécier subitement leurs risques et ont mis un terme à ce cycle »<sup>18</sup>. Pour faire court, la mondialisation qui a surtout constitué une donnée davantage financière que productive commence à avoir du plomb dans l'aile dans la mesure où les plans de relance des pays émergents n'étaient pas viables à moyen terme. L'éclatement de la bulle immobilière en Chine en témoigne, d'ailleurs, à suffisance. Cet épisode n'a, d'ailleurs, rien d'anodin, comme chacun peut s'en douter.

La dette brute chinoise équivaut, dans sa totalité, à 282% du PIB. Près de la moitié de la dette chinoise est liée à l'immobilier, c'est-à-dire 141% du PIB<sup>19</sup>. Les réserves de la Banque populaire de Chine s'élevaient, en février 2016, à 3.230 milliards de dollars<sup>20</sup>, soit un peu plus de 30% du PIB courant de l'empire du Milieu qui était en 2014 de 10.300 milliards de

<sup>16</sup> Alan M. Taylor, *La finance mondiale hier et aujourd'hui* in *Finances & Développement*, mars 2004, p.31.

<sup>17</sup> Ibid.

<sup>18</sup> Vincent Caupin, *Les pays émergents face aux flux (et reflux) de capitaux* in CEPII, *L'économie mondiale 2015*, Editions la découverte, collection Repères, paris, 2014, p.66.

<sup>19</sup> Blog Real Time Economics, Wall Street Journal, 4 février 2015. (URL: [HTTP://BLOGS.WSJ.COM/ECONOMICS/2015/02/04/CHINAS-TOTAL-DEBT-LOAD-EQUALS-282-OF-GDP-RAISING-ITS-ECONOMIC-RISKS/](http://blogs.wsj.com/economics/2015/02/04/chinas-total-debt-load-equals-282-of-gdp-raising-its-economic-risks/) )

<sup>20</sup> Le Monde, édition mise en ligne du 8 février 2016.

dollars<sup>21</sup>. Or, lors de la dernière grande crise de l'immobilier aux Etats-Unis, la perte de valeur des actifs, entre juin 2007 et février 2012, a été de l'ordre de 27%<sup>22</sup>. Si une tendance de ce type devait se produire en Chine, le pays pourrait laisser sur le front de l'immobilier l'équivalent de la totalité de ses réserves. Nul doute que l'impact de la crise de l'immobilier sur la prospérité de la Chine sera aussi important que dévastateur dans les années à venir. Dans ces conditions, on imagine, pour l'anecdote, guère la Chine venir sauver le Sud avec une banque de développement qu'elle piloterait seule ou en collaboration avec la Banque mondiale.

De surcroît, avec l'entrée en crise de la Chine, le cours des matières premières s'est effondré, entraînant, de proche en proche, tous les autres émergents dans la crise. La chose n'est évidemment pas de nature à inciter à exporter des capitaux vers les pays émergents. En octobre 2015, des observateurs spécialisés dans l'observation des marchés émergents signalaient que le flux des capitaux vers les pays du Sud était négatif pour la première fois depuis 1987<sup>23</sup>.

Cette tendance va perdurer. La crise en Chine présente un caractère structurel susceptible de mettre fin à la troisième vague de globalisation entamée dans les années nonante. Aussi la mondialisation financière telle que nous l'avons connue jusqu'à nos jours pourrait-elle tout doucement s'estomper au point de faire place à une structuration des marchés financiers davantage recentrée sur les Etats-nations. Ce ne serait pas une première. Après tout, « de l'entre-deux-guerres jusqu'il y a quelques décennies, le marché mondial des capitaux avait presque entièrement disparu »<sup>24</sup>.

Cette réorientation est, d'ailleurs, déjà en cours pour ainsi dire sous nos yeux. Quand la FED envisage une augmentation, même graduelle, de ses taux d'intérêt, les marchés de capitaux mondiaux anticipent, vu la crise en cours chez les émergents, une sécurisation de leurs actifs en cas de retour au Nord. Les actifs des pays émergents seront, du même coup, moins valorisés que dans le passé. La solvabilité des acteurs économiques de ces pays en sera dégradée d'autant. Des soucis sont donc à prévoir pour le secteur bancaire de ces nations puisque les prêts douteux vont s'y multiplier. Le crédit aux entreprises et aux particuliers va alors décroître sensiblement. Cette évolution s'accompagnera fort logiquement d'une dégradation de la croissance au sein des Brics<sup>25</sup>. Ce type d'enchaînements a déjà pu être observé à partir de 2013 alors que l'augmentation des taux dans le chef de la Fed n'était encore qu'une rumeur. Depuis, on observe que l'anémie économique des Brics (et des émergents en général) handicape fortement le commerce mondial qui accusait au premier trimestre de cette année une chute en valeur (en dollars courants) de 13,8%, soit la plus profonde contraction depuis 2009.<sup>26</sup>

---

<sup>21</sup> Banque mondiale, mars 2016.

<sup>22</sup> Calculs propres à partir de S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index, mars 2016 (URL: <http://us.spindices.com/indices/real-estate/sp-case-shiller-us-national-home-price-index>)

<sup>23</sup> Financial Times, édition mise en ligne le 1<sup>er</sup> octobre 2015.

<sup>24</sup> Alan M. Taylor, La finance mondiale hier et aujourd'hui, Finances & Développement, mars 2004, p.31.

<sup>25</sup> The Economist, édition mise en ligne du 24 mars 2016.

<sup>26</sup> Financial Times, édition mise en ligne du 26 février 2016.



Pour l'heure, le marché des capitaux reste mondialisé. Cette donnée n'a cependant rien d'évident ni d'éternel, sauf à imaginer des taux de croissance durablement déprimés avec pour corollaire des budgets publics en réduction constate un peu partout dans le monde. Il s'agit là d'un scénario apocalyptique pour la croissance de l'économie mondiale.

### *Enjeux*

Un nouvel épisode de répression financière pourrait, cependant, voir le jour. Par répression financière, on désigne un ensemble de politiques publiques visant à obtenir dans le chef d'un État des prêts à des taux préférentiels « auprès de publics nationaux captifs (tels que les fonds de pension ou les banques nationales), le plafonnement explicite ou implicite des taux d'intérêt, la réglementation des mouvements de capitaux transnationaux et, plus généralement, le resserrement des liens entre l'État et les banques, par une participation publique explicite ou par une lourde « pression morale ». Parfois, la répression financière s'accompagne également « de l'imposition de réserves obligatoires relativement élevées (ou d'impératifs de liquidité), de taxes sur les transactions boursières, de l'interdiction des achats d'or (comme aux États-Unis entre 1933 et 1974) ou du placement de montants substantiels de titres non négociables de dette publique. Une forte présence des banques publiques ou bénéficiant de l'intervention de l'État est également courante dans les économies connaissant une répression financière ».<sup>27</sup> Un des objectifs fondamentaux des politiques de répression financière consiste en un transfert de revenus des créanciers à destination des débiteurs. Le niveau très faible voire négatif des taux d'intérêt auquel la plupart des États occidentaux peuvent, aujourd'hui, emprunter constitue une donnée fondamentale avec laquelle les marchés financiers ont fini par apprendre à coexister. Plus largement, on constate l'émergence de politiques publiques tournant *nolens volens* le dos au dogme, jusqu'ici dominant, de la liberté de circulation des capitaux.

A partir de 2010, les sorties massives de capitaux à destination des pays émergents faisaient entrevoir des problèmes de pertes de compétitivité suite à l'appréciation des monnaies locales par rapport au dollar<sup>28</sup>. Dès cette époque, le Fmi, lui-même, n'hésitait pas à se montrer (un peu) hérétique en faisant *urbi et orbi* la promotion du contrôle des capitaux. Cinq ans auparavant, la chose eût été absolument impensable. Relisons ce que le Fmi écrivait à ce sujet en 2012. « Les flux de capitaux d'ampleur, soutenus et, dans certains cas, soudains peuvent poser des problèmes significatifs en termes de politique économique. [Aussi] les États devraient-ils considérer les mesures susceptibles de répondre aux risques macroéconomiques et financiers liés aux activités des marchés de capitaux transfrontaliers »<sup>29</sup>. Parmi les armes retenues pour parer aux risques inhérents à la libre circulation des capitaux, le Fmi n'hésitait pas à recommander l'instauration, il est vrai à titre transitoire, du contrôle des changes.

---

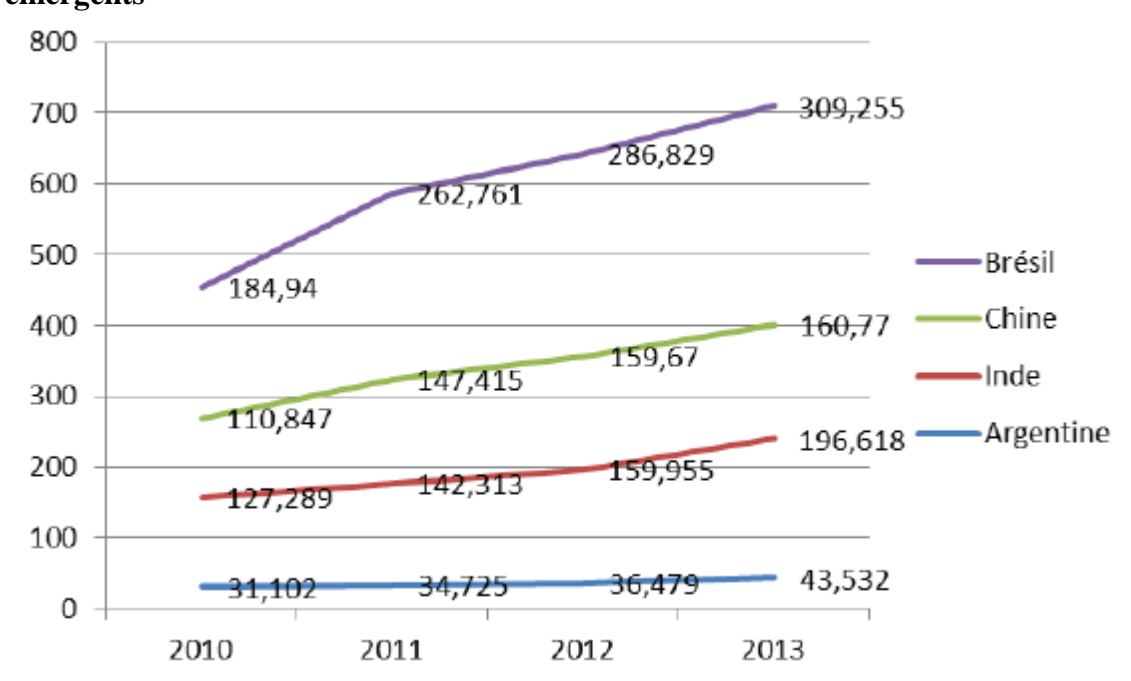
<sup>27</sup> CARMEN M. REINHART, *Le retour de la répression financière* in Banque de France, *Revue de la stabilité financière, Dette publique, politique monétaire et stabilité financière*, n° 16, avril 2011, p.39.

<sup>28</sup> Céline Antonin, Marion Cochard, Amel Falah, Christine Riffart et Danièle Schweisguth, « Pays émergents : afflux de capitaux et envolée des prix des matières premières. », *Revue de l'OFCE* 2/2011 (n° 117), p. 207.

<sup>29</sup> International monetary fund, *THE LIBERALIZATION AND MANAGEMENT OF CAPITAL FLOWS: AN INSTITUTIONAL VIEW*, 14 novembre 2012, pp.23-25.

Avec le recul, on peut aujourd'hui estimer que les nations émergentes ont finalement peu cherché à contrôler cette entrée de capitaux. Cette dernière aura, à vrai dire, beaucoup fonctionné comme une manne bienvenue dans ces pays pour soutenir les plans de relance des pouvoirs publics et la consommation privée des ménages.

**Graphique 4. Dette privée en milliards de dollars courants (2010-2013) chez les émergents**



Source : Banque mondiale, janvier 2016. (N.B : aucune donnée n'était disponible pour la Russie).

Alors qu'entre 2010 et 2013, la dette privée argentine a augmenté de 39,36%, on constate une progression de 67,21% de l'endettement privé pour le Brésil, de 54,46% pour l'Inde et d'un peu plus de 45% pour la Chine.

Pour ce qui est de la dette publique des émergents, les tendances ne sont pas non plus favorables. La situation chinoise est peut-être plus préoccupante qu'on le croit dans certains milieux. Par exemple, la Chine s'est endettée aussi fortement que les économies du sud de l'Europe à ceci près que le Trésor chinois « s'endette à un moment beaucoup plus précoce de son cycle de développement. (...) Le rythme de l'accumulation de dette a été beaucoup plus intense en Chine depuis l'éclatement de la crise ».<sup>30</sup>

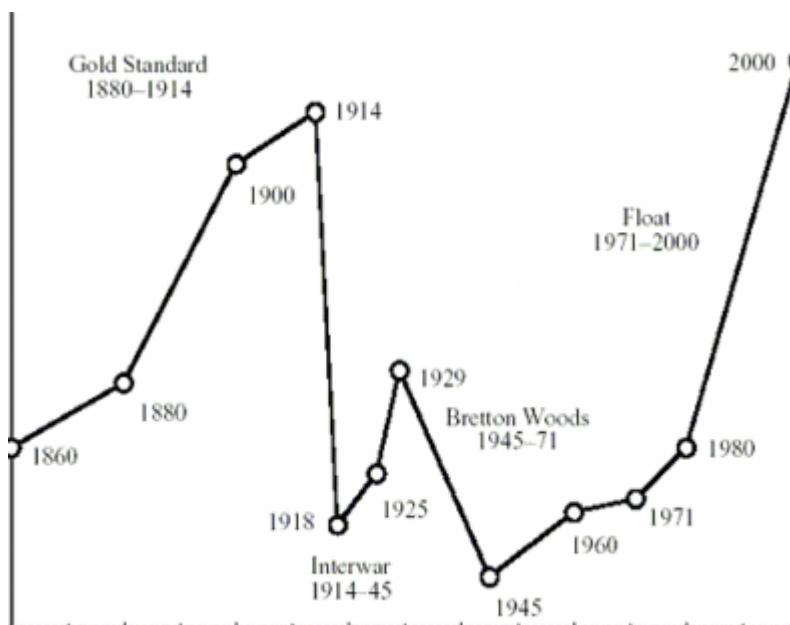
Aujourd'hui, vu la profonde insolvabilité des économies émergentes, la finance occidentale procède à des rapatriements de capitaux massifs. Ces capitaux ne ressortiront peut-être pas de si tôt de nos pays. On sera frappé de constater à quel point la répression financière à venir est contenue dans les structures économiques des sociétés occidentales contemporaines. A ce sujet, on fera observer que les taux d'intérêt réels négatifs prévalant pour l'heure constituent un retour aux normes de valorisation du capital en vigueur entre 1945 et le début des années 80. Les politiques d'achat massif de dettes publiques ont permis de baisser les taux d'intérêt de manière spectaculaire depuis 2008. Les nouvelles réglementations bancaires favorisent la

<sup>30</sup> Les Echos, édition lise en ligne du 1<sup>er</sup> juin 2015.

dette publique parmi les actifs à détenir par les banques. Les faibles mouvements de hausse des taux d'intérêt qui seront (peut-être) décidés par la Fed dans les mois à venir ne changeront pas grand-chose à la donne. Le choix de la répression financière a exercé des effets concrets sur les économies qui l'ont exercée entre 1945 et 1980.

« Il en est résulté des taux d'intérêt nominaux très faibles, associés à des poussées inflationnistes plus ou moins prononcées dans les pays avancés. À l'évidence, les taux d'intérêt réels (..) étaient nettement négatifs sur la période 1945-1946. Pendant les quelque trente-cinq années suivantes, dans les économies avancées et émergentes, les taux d'intérêt réels sont restés systématiquement plus bas que lorsque les capitaux pouvaient circuler plus librement, avant et après l'ère de la répression financière ». <sup>31</sup> Le faible niveau de mobilité des capitaux, à l'époque, est patent.

### Graphique 5. Histoire de la mobilité des capitaux (1860-2000)



Source : Obstfeld M. et Taylor A.M, "Globalization and Capital Markets", *NBER Working Paper*, n° 8846, mars 2002, p.6.

On relèvera, non sans intérêt, que le niveau d'ouverture financière qui a prévalu entre 1945 et le milieu des années 70 est globalement identique à celui qui a existé dans les premières années de l'entre-deux-guerres. Et c'est au début des années nonante que l'ouverture financière dans le monde avait retrouvé le niveau de 1929. L'ouverture des marchés financiers a, depuis l'an 2000, dépassé le niveau de la première vague de mondialisation à son pic de 1914.

### *Vers la désaccumulation financière ?*

On ne déduira pas unilatéralement que les années 45-75 ont été marquées par une montée d'insupportable nationalisme. A cette époque, le niveau d'échange des marchandises (mesuré par la part des exportations rapportées au PIB mondial) était inférieur de 3 points seulement

<sup>31</sup> CARMEN M. REINHART, op.cit., p.43.

par rapport à celui des années 2000 et surtout largement supérieur à la situation prévalant immédiatement avant la Première Guerre mondiale. On pourrait, d'ailleurs, émettre l'hypothèse que ce sont les taux de croissance exceptionnels des économies occidentales qui ont, durant cette époque, tiré la production dans son ensemble et les exportations, en particulier, vers le haut.

Le lien avec la répression financière n'est pas aussi ténu qu'il n'y paraît. En effet, la difficulté des capitaux à faire jouer la concurrence entre diverses destinations d'investissement a permis aux pouvoirs publics de prélever un impôt inflationniste afin de diminuer le poids des dettes publiques en pourcentage du PIB. Ce désendettement relatif a, par ailleurs, permis aux Etats d'étendre leur sphère d'activité et de soutenir les politiques de plein emploi des facteurs de production. « Dans le cas des États-Unis et du Royaume-Uni, la liquidation annuelle de la dette via des taux d'intérêt réels négatifs a représenté en moyenne de 3 à 4 % du PIB par an. Des réductions du déficit annuel de l'ordre de 3 à 4 % du PIB s'accumulent rapidement (même sans calcul composé) dans le courant d'une décennie. Pour l'Australie et l'Italie, qui ont enregistré un taux d'inflation plus élevé, l'effet de liquidation a été plus ample (environ 5 % par an) ». <sup>32</sup> En Belgique, cet effet de liquidation, entre 1945 et 1974, était de l'ordre de 2,5% du PIB en moyenne annuelle. Si on mesure l'effet de liquidation en pourcentage des recettes fiscales, c'est l'Italie qui remporte haut la main la première place au championnat du monde des liquidateurs de dettes avec un effet d'accroissement des moyens de l'Etat de l'ordre de 127% des recettes fiscales au cours de la période mentionnée<sup>33</sup>. Le miracle italien des années 60 ne peut pas avoir de lien avec ce doublement des moyens financiers dont a *in fine* disposé l'Etat tout au long de cette période. L'euthanasie des rentiers a décidément du bon.

On objectera toutefois, avec raison, que cette dernière suppose des conditions de possibilité sur le plan institutionnel qui sont loin d'être présentes aujourd'hui. On pense, notamment, aux réglementations bancaires particulièrement contraignantes qui ont été édictées aux Etats-Unis dans l'entre-deux-guerres (Glass-Steagall Act) et aux nationalisations en Europe occidentale de pans entiers du secteur bancaire après 1945. Aucune mesure de ce type n'est effectivement à signaler depuis l'apparition de tentatives de répression financière depuis la crise de 2008. Ce qui explique, d'ailleurs, que les injections de liquidités dans les rouages de nos économies et les politiques de taux d'intérêts planchers ont été, jusqu'à présent, inefficaces.

Cela dit, vu le niveau particulièrement bas de valorisation du capital financier existant pour l'heure, on ne prendra guère de risques à émettre l'hypothèse que la perspective d'un approfondissement de la répression financière est, à tout prendre, plus vraisemblable qu'un grand mouvement de libéralisation. Ce d'autant qu'il se pourrait que l'ouverture des économies nationales pourrait se situer une forme de palier. La part des exportations semble désormais bloquée à 30% du PIB mondial. Nos sommes ici en présence d'un changement structurel dont il nous faut, avant de conclure, prendre la pleine mesure dans la mesure où il n'est ni plus ni moins question ici que d'une évolution susceptible d'inverser le rapport de forces profondément défavorable au travail face au capital depuis l'avènement de la troisième vague d'internationalisation des échanges remontant des années 80 du siècle passé.

Car « pour libérer nos économies de l'emprise du capital fictif, il nous faut engager une désaccumulation financière. Concrètement, cela renvoie bien sûr à la question de l'annulation

---

<sup>32</sup> CARMEN M. REINHART, *op.cit.*, p.46.

<sup>33</sup> *Ibid.*

des dettes publiques et de la dette privée des ménages modestes, mais aussi à la diminution des rendements actionnariaux, ce qui se traduit mécaniquement par une diminution de la capitalisation boursière ». <sup>34</sup> Le caractère structurel de la crise à l'œuvre en Chine, au risque de nous répéter, inaugure très vraisemblablement ce moment d'inflexion.

En effet, il ne suffit pas de rêver à l'âge d'or de la répression financière pour pouvoir en retrouver les traits structuraux dans les économies contemporaines. L'enfantement d'un nouveau modèle d'accumulation ne se fera pas sans douleur. On peut considérer qu'il s'agit ici d'une vision profondément matérialiste de l'histoire du capitalisme.

A ceux qui, d'aventure, rétorqueraient qu'il faut libérer, d'entrée de jeu et sans davantage de fioritures, la société non seulement de la prédation du capital fictif mais plus largement du capitalisme, on prendra soin de faire valoir que si le mouvement de transformation du capital en capital financier a été pleinement identifié aux alentours de la Première Guerre mondiale par les leaders du mouvement ouvrier de l'époque (Lénine en tête <sup>35</sup>), ces derniers ne pouvaient même pas imaginer l'existence du long épisode de répression financière qui s'est étendu 1945 à 1980.

Faire l'impasse sur cette donnée (somme toute, basique) relève moins du matérialisme militant que d'un certain fixisme parareligieux. Ni plus ni moins. Nous ne nous étendrons, dès lors, pas davantage sur les vaines polémiques agitant le petit landerneau de la gauche belge au sujet de la centralité du capital fictif dans l'analyse des évolutions du capitalisme contemporain.

Il nous reste en revanche à montrer comment combiner un épisode de répression financière avec des exigences internationalistes. Cette importante question fera l'objet d'une prochaine analyse.

---

<sup>34</sup> Cédric Durand, « Sur le capital fictif. Réponse à Jean-Marie Harribey », Les Possibles, n° 6, printemps 2015.

<sup>35</sup> Lénine, « L'impérialisme, stade suprême du capitalisme » Lénine, Œuvres complètes, tome 22, Editions sociales, Paris, 1960.