

FINANCE ET GLOBALISATION : LES ENJEUX D'UNE MUTATION

Jean-Luc Gaffard



EDITORIAL BOARD

Chair: Xavier Ragot (Sciences Po, OFCE)

Members: Jérôme Creel (Sciences Po, OFCE), **Eric Heyer** (Sciences Po, OFCE), **Sarah Guillou** (Sciences Po, OFCE), **Xavier Timbeau** (Sciences Po, OFCE), **Anne Epaulard** (Sciences Po, OFCE).

CONTACT US

OFCE
10 place de Catalogne | 75014 Paris | France
Tél. +33 1 44 18 54 24
www.ofce.fr

WORKING PAPER CITATION

This Working Paper:
Jean-Luc Gaffard,
Finance et globalisation : les enjeux d'une mutation,
Sciences Po OFCE Working Paper, n° 18/2025.
Downloaded from URL: www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/WP2025-18.pdf
DOI - ISSN

ABOUT THE AUTHORS

Jean-Luc Gaffard, Université Côte d'Azur, GREDEG-CNRS, OFCE-Sciences-Po, Institut Universitaire de France.

Email Address: jl.gaffard48@gmail.com

RESUME

Le commerce international n'est pas une simple affaire d'échanges de marchandises. Il est tributaire des conditions de production à l'échelle nationale et internationale qui sont affectées par le comportement des détenteurs de capitaux. Les avantages mutuels à l'échange ne sont pérennes qu'en l'absence d'effets dynamiques qui creusent l'écart de performances entre pays, qui résultent notamment l'existence de rendements d'échelle croissants. Les déséquilibres des balances commerciales peuvent être persistants sinon croissants dès lors que les capitaux qui circulent ne sont pas affectés à des investissements productifs dans les pays déficitaires. Les pays déficitaires pourraient alors devoir recourir à une forme de protectionnisme sous la forme d'investissements publics ou de tarifs douaniers, au risque avec ces derniers de provoquer une guerre commerciale préjudiciable à tous.

MOTS CLES

Globalisation, finance, investissement.

ABSTRACT

International trade is not simply a matter of exchanging goods. It depends on production conditions at both national and international levels that are affected by the behavior of capital holders. Mutual benefits from trade are only sustainable in the absence of dynamic effects that widen the performance gap between countries, which result notably from the existence of increasing returns to scale. Trade imbalances can thus be persistent, if not growing, if the capital that circulates is not allocated to productive investment in deficit countries. Deficit countries may have to resort to a form of protectionism through public investment or tariffs, at the risk with the latter of provoking a trade war harmful to all.

KEYWORDS

Globalization, finance, investment.

JEL

E44, F12, F13, F21.

Finance et globalisation : les enjeux d'une mutation*

Jean-Luc Gaffard**

Résumé

Le commerce international n'est pas une simple affaire d'échanges de marchandises. Il est tributaire des conditions de production à l'échelle nationale et internationale qui sont affectées par le comportement des détenteurs de capitaux. Les avantages mutuels à l'échange ne sont pérennes qu'en l'absence d'effets dynamiques qui creusent l'écart de performances entre pays, qui résultent notamment l'existence de rendements d'échelle croissants. Les déséquilibres des balances commerciales peuvent être persistants sinon croissants dès lors que les capitaux qui circulent ne sont pas affectés à des investissements productifs dans les pays déficitaires. Les pays déficitaires pourraient alors devoir recourir à une forme de protectionnisme sous la forme d'investissements publics ou de tarifs douaniers, au risque avec ces derniers de provoquer une guerre commerciale préjudiciable à tous.

Mots clés : Globalisation, finance, investissement.

Abstract

International trade is not simply a matter of exchanging goods. It depends on production conditions at both national and international levels that are affected by the behavior of capital holders. Mutual benefits from trade are only sustainable in the absence of dynamic effects that widen the performance gap between countries, which result notably from the existence of increasing returns to scale. Trade imbalances can thus be persistent, if not growing, if the capital that circulates is not allocated to productive investment in deficit countries. Deficit countries may have to resort to a form of protectionism through public investment or tariffs, at the risk with the latter of provoking a trade war harmful to all.

Key words: globalization, finance, investment.

JEL codes: E44, F12, F13, F21.

* Communication au 41^{ème} symposium Monnaie, Banque, Finance, colloque annuel du Groupement de Recherche Européen, Monnaie, Banque, Finance. Table-ronde Fin ou recomposition de la globalisation organisée en hommage au Professeur André Cartapanis, Nice, 2 juillet 2025

** Université Côte d'Azur, GREDEG-CNRS, OFCE Sciences-Po, Institut Universitaire de France.

1. Introduction

Jusqu'au début des années 2000, une globalisation heureuse, la fameuse grande modération, était promise qui devait résulter d'une large libéralisation des échanges commerciaux couplée à la libre circulation des mouvements de capitaux et à une dérèglementation généralisée. L'idée était que les avantages seraient partagés et permettraient le développement de nouveaux pays et l'élimination de la pauvreté à l'échelle mondiale. Au bout du compte, les balances commerciales devaient être relativement équilibrées grâce notamment à la libre circulation des capitaux. La doctrine néo-libérale trouvait là sa pleine justification. La réalité s'est avérée bien différente. Les inégalités se sont creusées au point de peser sur la demande globale, des crises financières ont surgi, les déséquilibres commerciaux se sont aggravés. Ce n'est pas le capitalisme en tant que tel qui est en cause, mais la forme sociale qu'il a prise à partir des années 1970 et qui a façonné une globalisation qui s'est muée en désordre (Amendola Gaffard 2018).

Les fondements de la théorie économique jusque-là dominante ont été ébranlés. Il est redevenu difficile d'ignorer le rôle de la demande pour privilégier celui de l'offre, de plaider en faveur de l'efficacité des marchés financiers et de minimiser le risque d'instabilité. Pour autant, une partie du débat a été escamotée. Écarter la vieille idée que l'offre ne crée pas sa propre demande ne doit pas nous faire négliger l'idée que la demande ne crée pas sa propre offre, une articulation entre elles est décisive qui opère dans le temps. Dénoncer les dérives institutionnelles ayant conduit aux crises financières ne doit pas nous faire négliger que ni la monnaie, ni la finance ne sont neutres. Ce double souci ne peut que nous éclairer sur l'évolution de la globalisation.

L'enjeu est d'abord de l'ordre de la théorie économique. Dans une économie de marché marquée à la fois par l'irréversibilité et l'incertitude, monnaie et finance sont les instruments incontestables de la coordination intertemporelle des activités dites « réelles » tout en interférant avec la nature de celles-ci. Elles sont possiblement la source des crises sans qu'il puisse être question de les neutraliser (section 2). Les comportements monétaires et financiers sont, en effet, déterminants de l'horizon temporel des choix productifs en ce qu'ils affectent la formation des anticipations des entreprises confrontées à l'irréversibilité des investissements couplée à l'incertitude radicale sur les technologies et préférences futures (section 3). La théorie du commerce international n'échappe pas à cette réalité. Il ne suffit pas d'énoncer ce que sont les avantages de l'échange dans un monde stable. Encore faut-il établir en quoi, dans un monde intrinsèquement instable, le commerce international est affecté par la production et l'accumulation du capital nécessairement conditionnées par les institutions monétaires et financières (section 4). La montée des déséquilibres commerciaux qui a été le fruit des institutions dans un contexte de confrontation avec la Chine rend inévitable une mutation de la globalisation qui impose un choix politique entre un néo-mercantilisme et un libéralisme social renouvelé (section 5).

2. La fausse dichotomie entre réel et monétaire

L'inclination fréquente chez les économistes a été de séparer l'économie dite d'échange réel de l'économie monétaire en faisant, en concurrence parfaite, de la monnaie un simple voile dont le volume ne change rien aux quantités produites (et consommées) et aux prix relatifs, puis, dans un même élan, en faisant de la gestion de la monnaie par la Banque centrale une cause, sinon la cause unique, des perturbations auxquelles est soumise l'économie réelle impliquant d'en imposer la neutralité en édictant des règles intangibles de contrôle de la quantité de monnaie, puis du taux d'intérêt. L'emploi reste alors une variable réelle tributaire des imperfections des marchés de biens et du travail, ce qu'incarne la notion de taux de chômage naturel. Ce qui était la marque du monétarisme, reste la caractéristique de la théorie des cycles réels, mais aussi de la nouvelle macroéconomie keynésienne.

Keynes (1933, 1936) a, pourtant, remis en cause cette dichotomie et considéré que le déroulement des événements ne peut pas être prévu, en longue période ou en courte période, sans une connaissance du comportement de la monnaie de la première à la dernière étape¹. Il n'existe pas de variables « réelles », mais seulement des variables « monétisées » dont le profil est le reflet des comportements monétaires et financiers. C'est le cas du chômage ou de l'emploi. Pour Keynes (1936), en situation de dépression, le chômage résulte, non de la rigidité des prix et des salaires laquelle est, au contraire, un facteur de stabilité, mais du maintien des taux d'intérêt à un niveau trop élevé. Si l'on suivait la théorie des fonds prêtables (qui relève de l'analyse réelle), la chute de la demande de fonds faisant suite à la baisse des profits anticipés devrait entraîner, via une baisse du taux d'intérêt, une hausse de la consommation, un rebond de l'investissement et finalement le maintien du plein emploi. En réalité les détenteurs de capitaux anticipent une baisse des prix des titres (une hausse des taux d'intérêt) du fait de la chute des profits anticipés (de la demande effective) par les entreprises. Un chômage involontaire s'installe qui trouve son origine dans le comportement des détenteurs de capitaux sur le marché financier (Leijonhufvud 1968, 1981).

De fait, monnaie et finance ne sont jamais neutres, pour le meilleur comme pour le pire, pour la simple raison qu'il n'existe pas d'équilibre de long terme prédéterminé par des données dites réelles, vers lequel l'économie convergerait pourvu que soient respectées les principes de libre concurrence. Le contrôle de déséquilibres de marché récurrents exige que les agents aient le temps requis pour acquérir l'information nécessaire. Ce qui justifie la relative rigidité des prix et salaires dont l'objet est d'éviter des variations inappropriées. Ce qui explique aussi que la fonction de la monnaie et de la finance est d'ancrer les comportements des agents dans le temps, de fixer l'horizon temporel de leurs anticipations. De cette fonction découle le fait que les déséquilibres sont ou non contenus (Gaffard et Napoletano 2018, 2019).

L'efficacité prêtée aux marchés financiers est attribuée au fait que l'intervention des actionnaires, présumés les mieux à même de rechercher la meilleure allocation des ressources, impose les restructurations nécessaires du tissu productif passant notamment par le remodelage des frontières des entreprises. Cette affirmation repose, implicitement, sur l'hypothèse que les redéploiements se font sans coût, que les actifs sont simplement redistribués au bénéfice des gagnants. Le monde décrit est un monde stable dans lequel les participants au marché sont convaincus de connaître la structure sous-jacente de l'économie (Frydman et Goldberg 2011 p. 82-83). C'est évidemment faire bon marché des irréversibilités et des déséquilibres potentiellement cumulatifs nés du processus de destruction créatrice. L'efficacité de la finance, quand elle est effective, est précisément de contenir ces déséquilibres, mais certainement pas, du fait de la libre circulation des capitaux sous la houlette d'actionnaires prétendument dotés d'anticipations rationnelles.

La déraison de la finance l'emporte quand les règles qui l'encadrent, telles que celles qui avaient été conçues après la crise de 1929, disparaissent laissant libre cours à des comportements spéculatifs. C'est ce qui s'est passé à partir des années 1980 qui ont vu se développer un système bancaire fantôme (« *shadow banking* ») et de nouveaux produits financiers aussi complexes

¹ Schumpeter (1954) fait aussi cette distinction entre « analyse réelle » et « analyse monétaire » pour souligner ce qui suit. « Money prices, money incomes, and saving and investment decisions bearing upon these money incomes, no longer appear as expressions—sometimes convenient, sometimes misleading, but always nonessential—of quantities of commodities and services and of exchange ratios between them: they acquire a life and an importance of their own, and it has to be recognized that essential features of the capitalist process may depend upon the 'veil' and that the 'face behind it' is incomplete without it" (p. 278).

qu'opaques avec comme conséquence la formation d'un risque systémique qui s'est concrétisé avec la crise financière internationale de 2008 (Dockès 2019 p. 719-814, Fitoussi 2013 p. 43-65, Gaffard et Napoletano 2018, 2019).

Pour autant, cela n'a guère de sens de glorifier une économie « réelle » enfin débarrassée de toute marchandisation de la monnaie et de s'en tenir à une dénonciation de la financiarisation de l'économie. Ce ne ferait que nier l'interdépendance entre la sphère « réelle » et la sphère financière de l'économie. Il importe bien plutôt de déterminer le contexte institutionnel qui permet à la monnaie et à la finance de remplir leur fonction principale qui est de rendre possibles et efficaces les échanges intertemporels dans une économie qui est en tout premier lieu une économie de production.

3. Finance et investissement

La question monétaire et financière ne se limite pas à l'éventualité de la spéculation introduisant un écart entre la valeur boursière et les perspectives de rendement ouvrant la voie à une euphorie financière qui ne peut que déboucher sur une crise financière et économique. Les comportements monétaires et financiers affectent la nature des investissements productifs quand la recherche de gains immédiats l'emporte sur l'attente de gains à plus long terme.

Dans une économie en régime régulier, coûts et revenus sont contemporains. Il n'est pas besoin de monnaie ou de finance. En revanche, hors d'un régime régulier, les distorsions entre les profils temporels de coûts et de revenus, intrinsèquement liées aux restructurations inévitables du tissu productif génératrices des fluctuations (Hicks 1973, Amendola et Gaffard 1998, 2006), confèrent à la monnaie (au crédit) une place spécifique qui est d'être complémentaire des actifs physiques et, d'assurer ainsi une bonne articulation des choix réels et monétaires au court du temps². Ce que l'on attend de la liquidité c'est d'être disponible dans les montants et dans les moments requis par la séquence des investissements. Une telle disponibilité résulte des décisions de politique monétaire et de l'organisation du système financier qui concourent à la fiabilité des anticipations à long terme des entreprises (Gaffard 2023).

Ainsi, le fonctionnement de l'économie dépend-il du rapport entretenu entre les détenteurs de capitaux, banques et actionnaires, et les entreprises (Mayer 2013). De deux choses l'une, ou bien les détenteurs de capitaux recherchent des gains immédiats, imposent les restructurations qui les augmentent, en faisant en sorte que la valeur des actions en Bourse dépende des performances courantes (trimestrielles voire mensuelles) des entreprises. Ou bien ils s'engagent sur des volumes importants de capitaux pendant des durées suffisamment longues de telle sorte que les entreprises peuvent se projeter à long terme et investir en conséquence.

L'engagement financier consiste à investir un montant élevé de capitaux pendant une longue durée (Mayer 2013 p. 145). Un tel engagement, qui a une dimension institutionnelle, n'est, dans son principe, vulnérable, ni au surgissement de temps difficiles, ni aux tentations de changement

² Alors que pour Schumpeter, « The essential function of credit in our sense consists in enabling the entrepreneur to withdraw the producers' goods which he needs from their previous employments, by exercising demand for them, and thereby to force the economic system into new channels » (Schumpeter 1934 p. 106), pour les économistes néo-schumpétériens, « since entrepreneurs may lack the wealth to self-finance their innovative ideas or may be reluctant to bear all the risks, there is a role for the financial system to help (1) entrepreneurs mobilize funds from savers; (2) savers identify, fund, and monitor entrepreneurs; and (3) savers and entrepreneurs to trade, hedge, and pool risks » (Aghion, Howitt, Levine 2018 p. 5). Il faut ici entendre que pour Schumpeter le crédit est essentiellement une création de pouvoir d'achat au bénéfice de l'entrepreneur et non un simple transfert. Il est essentiel parce qu'il comble l'écart entre coûts et revenus qui est avant tout un écart temporel.

brusque d'orientation. Il permet avant tout de faire face à la dissociation des profils temporels des coûts et revenus. Plus les détenteurs de capitaux sont patients, plus la durée de la période de gestation de l'investissement peut être longue, plus le détour de production peut être long, et plus les gains de productivité attendus seront élevés. Sans doute, est-il possible d'objecter que plus le détour est long, plus l'incertitude est grande, plus un risque de défaut est lui-même grand. En fait, l'engagement financier est la condition nécessaire d'un apprentissage de la technologie et des conditions de marché au départ inconnues. Il s'inscrit dans les formes d'organisation des entreprises.

Sont concernées aussi bien la structure de l'actionnariat (le poids des fonds communs de placement activistes) que la structure du système bancaire (le niveau d'endettement des banques, le poids des banques de marché), car elles sont déterminantes du degré d'engagement des détenteurs de capitaux. D'autant qu'elles ont un impact sur l'usage qui est fait des moyens financiers internes. Cette approche va à l'encontre de la doctrine qui veut que des réformes structurelles conçues pour fluidifier les marchés de biens et du travail sont la condition pour retrouver la confiance des détenteurs de capitaux, et qui fait l'impasse sur les effets de la durée de gestation des investissements sur une croissance durable.

Le propre de l'engagement financier ainsi défini est qu'il soutient l'engagement des autres parties prenantes dans l'entreprise que sont les fournisseurs ou sous-traitants, les clients et les salariés. Les uns et les autres effectueront les investissements nécessaires en ayant la garantie de durée que leur offrent les détenteurs de capitaux. L'économie est bel et bien une économie monétaire de production dans laquelle l'investissement et l'emploi sont des variables financiarisées.

Un paradoxe doit être levé. Hicks (1974) fait état de la liquidité comme étant la propriété d'un choix séquentiel. Il en tire la conclusion qu'en raison de l'incertitude il est opportun de préserver une large gamme d'options pour le futur dans l'attente d'une meilleure information. Ce faisant, il se démarque de Keynes pour qui la préférence pour la liquidité est nécessairement dommageable et tout investissement a des effets positifs via le mécanisme du multiplicateur. Mais assimilant la liquidité à l'abstention, Hicks semble négliger le fait que l'information procède d'un apprentissage par la pratique, autrement dit, de la réalisation effective de dépenses d'investissement. Il est impossible de s'affranchir d'une incertitude radicale en s'abstenant d'agir. L'agir suppose que l'entreprise a une capacité d'accès à la liquidité conservée en cours de route à hauteur de ses besoins de financement successifs. Ce qui suppose de disposer d'actifs financiers de réserve, y compris de capacités d'emprunt, distincts des actifs financiers courants, lesquels sont complémentaires des actifs réels, et des actifs financiers spéculatifs (Hicks 1974). L'engagement financier ainsi compris est une condition nécessaire pour que l'entreprise ait la capacité de planifier et d'innover.

La théorie monétaire requise est une théorie de l'intermédiation financière dès lors qu'à la fonction de création de monnaie vient s'ajouter celle de mise en relation des prêteurs et des emprunteurs. Cela conduit à mettre l'accent sur la complémentarité entre l'activité bancaire et l'activité industrielle plutôt que sur la structure des patrimoines financiers individuels (Gaffard et Pollin 1988). En outre, la combinaison entre le triple mandat de la politique monétaire – emploi, inflation, offre de crédit – et la régulation macroprudentielle est déterminante de la stabilité du système de financement et de l'économie (Gaffard et Napoletano 2018, 2019).

4. Retour sur la théorie du commerce international

Le déroulement du commerce international n'est pas une simple affaire d'échanges de marchandises. Il est tributaire des conditions de production ou plus exactement de l'articulation entre les conditions d'offre et de demande. C'est à la lumière de cette articulation que doit être établie la théorie du commerce international. Que ce soit au niveau interne ou au niveau

international, l'évolution est commandée par l'interaction entre la division du travail et l'extension des marchés (Smith 1776). La division du travail est porteuse de gains de productivité, en fait de rendements d'échelle croissants, et ne peut être mise en œuvre qu'en présence d'une extension des marchés à la hauteur du changement d'échelle (Kaldor 1972). Cette dynamique positive prend la forme de la création de marchés à l'exportation, de marchés intérieurs stimulés par les hausses de salaires consenties souvent au terme de conflits sociaux, d'investissements directs. Elle est nécessairement dépendante des comportements monétaires et financiers. C'est en regard de cette dynamique que doit être posée la question de l'organisation du commerce international.

Le libre-échange est généralement justifié sur la base de la théorie ricardienne des avantages comparatifs qui enseigne que chaque pays a avantage à se spécialiser dans les productions pour lesquelles son coût relatif est le plus faible. Les échanges effectués sur cette base sont censés être équilibrés. Si un déséquilibre survenait, la libre circulation des capitaux au bénéfice du pays déficitaire en provenance du pays excédentaire doit permettre de rétablir l'équilibre. L'épargne dégagée dans les pays excédentaires est transférée aux pays déficitaires. Suivant ce récit, monnaie et finance restent neutres dans la mesure où les capitaux font l'objet d'une allocation optimale au regard des rendements réels attendus.

Cette théorie repose sur l'hypothèse de rendements constants impliquant l'absence de progrès technique. Or les rendements d'échelle sont généralement croissants et ce sont eux qui commandent l'échange international. Certes, si les rendements d'échelle sont croissants, des gains mutuels et équitablement partagés restent possibles à l'équilibre en situation de concurrence monopolistique (Krugman 1979). Ce sont alors les mêmes types de biens, porteurs des mêmes gains de productivité, dans lesquels les pays sont spécialisés de telle sorte que les uns et les autres bénéficient du même potentiel de croissance.

Mais, en général, de tels rendements font apparaître des gains et des pertes, qui peuvent être cumulatifs, dans l'échange international, notamment quand les niveaux de développement se rapprochent (Gomory et Baumol 2000). De fait, les avantages mutuels à l'échange ne sont pérennes qu'en l'absence d'effets dynamiques qui creusent l'écart entre les performances des uns et des autres, notamment l'existence de rendements d'échelle croissants. Dans le cas contraire, des déséquilibres surviennent inévitablement, notamment des déséquilibres des balances commerciales, dont l'issue dépend des mécanismes monétaires et financiers à l'œuvre (Gaffard et Napoletano 2018, 2019). Il en est ainsi des effets de la direction prise par les capitaux qui circulent entre pays excédentaires et déficitaires. Concrètement, au lieu de financer les investissements productifs, ils peuvent concourir à la montée de l'endettement des ménages dans les pays déficitaires, et, pour un temps, soutenir la consommation et la croissance par le canal de la demande. Deux écueils surgissent : le risque d'une crise financière, mais aussi le risque conjoint que l'épargne n'alimente pas (ou pas suffisamment) l'investissement, notamment l'investissement dont le taux de gestation est long, seul à même de rétablir les comptes extérieurs du pays déficitaire.

Les tendances à l'œuvre dans la globalisation illustrent le problème. Les économies émergentes, notamment la Chine, ont joué de l'existence de rendements d'échelle croissants en ayant accès aux marchés des pays développés rendu possible par leur entrée à l'Organisation Mondiale du Commerce et en dépit de la faiblesse de leur demande domestique. Elles ont tiré avantage des bas salaires. Mais elles ont aussi effectué des investissements importants y compris dans des productions technologiquement avancées. Le plus souvent ces investissements ont été le résultat des politiques industrielles mise en œuvre par l'État. Ils l'ont été aussi par les entreprises multinationales qui ont opéré, contraintes ou non, des transferts de technologie. Dans un cas comme dans l'autre, ces économies ont bénéficié d'un capital patient qui leur assuré de rattraper les pays développés.

Pour autant, les déséquilibres de balances commerciales n'ont pas disparu. La Chine a accumulé les excédents. Les États-Unis ont accumulé les déficits en conséquence de leur désindustrialisation en même temps que l'épargne en provenance des pays excédentaires nourrissait l'endettement des ménages, y compris des ménages insolvables provoquant la crise des « subprime » en 2008 (Brender, Pisani, Gagna 2015). En Europe, la France a accumulé les déficits pour la même raison sans avoir l'avantage de disposer d'une monnaie internationale. L'Allemagne a accumulé des excédents, mais commence à souffrir du recul de ses exportations en Chine et de son retard dans les investissements dans les nouvelles technologies. Alors même que la Chine a, dans le même temps, développé ce type d'investissement.

Les pays développés sont aujourd'hui confrontés à un problème d'investissement et de disponibilité d'un capital patient. Il se pourrait qu'ils décident de droits de douane élevés et rapidement mis en œuvre au risque de provoquer une guerre commerciale préjudiciable à tous. Il serait préférable d'avoir recours à la forme de protectionnisme que constituent des investissements publics appropriés aux nouveaux enjeux technologiques et de marché. Cela suppose une organisation monétaire et financière internationale qui favorise la stabilité des échanges commerciaux³.

5. Une autre globalisation est possible

L'édifice fantasmé, celui de la fin de l'histoire et de la globalisation heureuse, est entré en crise dès le début des années 2000, mettant en doute la pertinence de la doctrine néo-libérale. Le retour de la compétition entre les États-nations, le vacillement de l'idée de progrès, la remise en cause des institutions démocratiques sont les marqueurs d'une situation qui a certains traits de la crise du libéralisme observée au tournant du 19^{ème} et du 20^{ème} siècle (Gauchet, 2007).

Cette nouvelle crise du libéralisme est porteuse d'une confrontation entre deux formes sociales du capitalisme : le néo-mercantilisme et un libéralisme social renouvelé ou, suivant l'expression de Stiglitz (2024), un capitalisme progressiste. Les désordres provoqués par le néo-libéralisme, y compris dans les relations économiques internationales, peuvent en engendrer d'autres tout aussi inquiétants à moins de donner lieu, non pas tant à une compensation des perdants qu'à une révision drastique de la théorie et de la politique économiques. Des crises issues du néo-libéralisme peuvent naître de nouvelles mutations institutionnelles périlleuses à moins que ne puisse resurgir une forme sociale à même d'apaiser les tensions, le libéralisme social.

Le néo-mercantilisme signe un retour avoué des États qui, d'une part, s'engagent dans la recherche des excédents commerciaux et dans le contrôle des ressources primaires à l'échelle de la planète, d'autre part, deviennent l'instrument de certaines grandes entreprises multinationales en fait d'une oligarchie qui entend échapper à toutes les normes et exercer un pouvoir politique, particulièrement dans le domaine numérique. Une économie de prédation et de rente s'installe au sein de laquelle la concurrence n'a plus cours en théorie comme en pratique. Les entreprises entendent bénéficier d'une abolition des réglementations et des normes dont témoignent déjà le développement de zones économiques spéciales un peu partout dans le monde (Slobodian 2024). Dans les relations commerciales internationales, il n'est plus question de rechercher des avantages mutuels mêmes inégaux, mais de valider un principe de somme nulle, de guerre commerciale visant l'appropriation de ressources rares caractéristique d'un capitalisme de la finitude (Orain 2024). La globalisation change de nature avec la montée des conflits entre États qui va de pair avec l'irruption d'oligopoles sinon de monopoles tant il est

³ Cette approche fait apparaître sous un autre angle la politique imposée dans les années 2010 à la Grèce pour redresser sa situation financière. Les réformes structurelles ont avant tout conduit à développer des activités fondées sur des investissements à faible durée de gestation non porteurs de gains significatifs de productivité.

vrai que les États et les grandes entreprises s'appuient mutuellement pour atteindre leurs objectifs respectifs.

La guerre commerciale qui en découle a toutes les caractéristiques d'une thérapie de choc en se traduisant notamment par de fortes variations des droits de douane et donc des prix, qui créent une incertitude dommageable à l'investissement productif. Elle ne peut qu'engendrer des chutes de revenus et d'emplois qui touchent, bien qu'à des degrés divers, tous les pays et tous les groupes sociaux, au point de bouleverser les structures de l'offre comme de la demande. Elle ne peut que susciter conflits et chaos, rétrécissement de l'horizon temporel des décideurs et empêchement de toute stratégie d'innovation faute pour tous les décideurs concernés de pouvoir avoir un récit commun sur le déroulement des événements à venir.

À l'opposé, le libéralisme social, tel qu'il a été expérimenté dans le cercle restreint des économies occidentales développées, au cours de trois décennies qui suivent la Deuxième Guerre mondiale, reconnaît le rôle spécifique de régulation de l'État sans pour autant méconnaître l'importance de l'organisation des entreprises dans leur capacité de se projeter à long terme (Shonfield 1965). Les institutions, qui sont constitutives du libéralisme social, concourent à mettre en place un mode de gouvernance des entreprises et une organisation financière (des canaux de financement) à même de favoriser la patience des détenteurs de capitaux. Or c'est ce type d'institutions qui fait aujourd'hui défaut dans le cadre de la globalisation, en un temps où la banque commerciale a reculé devant la banque de marché, l'actionnariat est structuré par le comportement de fonds de placement activistes, qui s'exerce en vue de gains immédiats et au risque de spéculations déstabilisantes, autrement dit au détriment des investissements productifs.

Les relations commerciales internationales nouées dans un cadre de libéralisme social relèvent de coopérations mutuellement avantageuses. Ce qui suppose la mise en œuvre de relations financières elles-mêmes coopératives à l'image de ce que permettaient les accords de Bretton-Woods. Dans cette perspective, chaque État-nation se garde de mettre en œuvre des politiques de compétitivité au détriment des autres, qui se traduisent finalement par une précarité accrue au sein des classes populaires, un creusement des inégalités et l'affaiblissement des capacités d'innovation et de croissance. Ce qui n'empêche pas les uns et les autres de jouer un rôle essentiel dans la conduite de la globalisation en étant les pourvoyeurs des biens publics – du respect de la loi à la stabilisation macroéconomique – qui sont nécessaires au bon fonctionnement de l'économie de marché (Rodrik 2017).

Il y a à cela une condition, que les niveaux de développement convergent afin que les échanges extérieurs soient relativement équilibrés. « La libéralisation totale des échanges n'est possible que dans le cadre d'ensembles de pays économiquement et politiquement associés, de développement économique et social comparable, et s'engageant réciproquement à ne prendre aucune décision unilatérale, tout en assurant un marché suffisamment large pour que la concurrence puisse s'y effectuer de façon efficace et bénéfique » (Allais 2002 p. 77). À défaut, une forme de protectionnisme est nécessaire. Ce protectionnisme est censé donner aux pays et aux économies le temps de s'adapter et d'exercer ainsi une forme de souveraineté économique. Il ne saurait reposer, ni sur une hausse forte et immédiate des droits de douane sur les produits importés, ni sur les ventes à perte des biens exportés. En revanche, il devrait reposer sur des mesures d'aide aux investissements productifs domestiques qui doivent s'inscrire dans des processus organisationnels assurant la maîtrise du temps.

Dans ce contexte, l'Europe, en particulier, est confrontée à un défi existentiel. Soit elle se délite et les pays qui la composent n'ont d'autre choix qu'une vassalisation auprès des empires en train de se constituer. Soit, tout en étant une confédération, elle a la capacité économique et politique de faire le choix d'un libéralisme social renouvelé et dispose pour ce faire des

institutions à même de donner aux acteurs privés et publics, financiers et non financiers, le temps nécessaire pour s'adapter.

6. Conclusion

Le vrai sujet du commerce international n'est pas d'en énoncer les avantages, mais de savoir comment ces avantages sont construits, autrement dit quels sont les déterminants des investissements dans les différents pays sachant que les capacités de production doivent être construites avant de pouvoir être utilisées dans un monde fait de rendements d'échelle croissants et d'incertitude sur les technologies et préférences futures. Les choix effectués sont commandés par l'environnement monétaire et financier qui en fixe l'horizon temporel. Autant dire que la globalisation épouse la forme sociale forcément évolutive du capitalisme. Après avoir été guidée par les règles conçues dans l'immédiat après-guerre (accords de Bretton Woods et accord général sur les tarifs et le commerce) pendant un quart de siècle, elle l'a été par la libération des mouvements de capitaux et la soumission des politiques nationales à l'agenda des entreprises, avant d'éventuellement être dominée par un néo-mercantilisme qui viendrait rompre la dimension internationale des chaînes de valeur faisant suite aux au creusement des inégalités et au déclenchement des crises financières dus au néo-libéralisme. La formulation des accords commerciaux et le contrôle des mouvements de capitaux restent des questions au cœur de l'agenda des relations internationales. Ni l'une, ni l'autre, ne sont indépendantes de la place reconnue à la démocratie dans les choix de politique intérieure (Rodrik 2011, 2017). « Il est donc nécessaire d'examiner attentivement les accords commerciaux et le régime de l'Organisation Mondiale du Commerce afin de supprimer les règles intrusives qui limitent la capacité des États-nations à répondre à leurs besoins nationaux. Pour les pays en développement, cela signifie lever les restrictions sur les politiques industrielles, les brevets et les droits d'auteur, et la gestion des comptes de capitaux. Pour les économies avancées, il s'agit d'élargir les possibilités de recours contre le dumping social et les pratiques commerciales déloyales. D'une manière générale, il faut que les négociations mondiales passent d'un 'échange d'accès au marché' à un 'échange de souveraineté politique' » (Rodrik 2017).

Références

- Aghion P., Howitt, P., Levine, R. (2018): « Financial development and innovation-led growth », in *Handbook of Finance and Development*, Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing.
- Allais M. (2002): *Nouveaux Combats pour l'Europe 1995-2002, un Aveuglement Suicidaire, pour une Autre Europe*, Paris, Clément Juglar.
- Amendola M. Gaffard J-L (1998): *Out of Equilibrium*, Oxford, Clarendon Press.
- Amendola M. Gaffard J-L (2006): *The Market Way to Riches, Behind the Myth*, Cheltenham, Edward Elgar.
- Amendola M. Gaffard J-L (2018): *Le désordre et la raison. Une économie politique de la mondialisation*, Londres, ISTE. Traduction anglaise (2019) : *Disorder and Public Concern Around Globalization*, London, ISTE & Wiley.
- Brender A., Pisani F., Gagna E. (2015): *Monnaie, Finance et économie réelle*, Paris, La Découverte
- Dockès P. (2019): *Le Capitalisme et ses rythmes, Tome II - Splendeurs et misères de la croissance*, Paris, Classiques Garnier.
- Fitoussi J-P (2013), *Le théorème du lampadaire*, Paris, Les liens qui libèrent.
- Frydman Roman and Michaël Goldberg (2011): *Beyond Mechanical Markets. Asset Price Swings, Risk, and the Role the State*, Princeton, Princeton University Press. Traduction française (2013), *Marchés, la fin des modèles standard*, Paris, Le Pommier.
- Gaffard J-L (2023) : *Instabilité et résilience des économies de marché*, Paris, Classiques Garnier.
- Gaffard J-L et Napoletano M. (2018): « Market Disequilibrium, Monetary Policy, and Financial Markets : Insights from New Tools », *OFCE Working Paper 21*.
- Gaffard J-L et Napoletano M. (2019) : « Hétérogénéité des agents, interconnexions financières et politique monétaire : une approche non-conventionnelle », *Revue Française d'Économie* 33, 3, 201-231.
- Gaffard J-L et Pollin J-P (1988), « Réflexions sur l'instabilité des économies monétaires », *Revue d'Économie Politique* 98 (5), p. 599-614.
- Gauchet M. (2007) : *La crise du libéralisme 1880-1914, l'avènement de la démocratie II*, Paris, Gallimard
- Gomory R.E., Baumol W.J. (2000): *Global Trade and Conflicting National Interest*, Cambridge Mass., MIT Press.
- Hicks J.R. (1973): *Capital and Time*, Oxford, Clarendon Press.
- Hicks J.R. (1974): *The Crisis in Keynesian Economics*, Oxford, Basil Blackwell. Traduction française (1988), *La crise de l'économie keynésienne*, Paris, Fayard.
- Kaldor N. (1972): 'The Irrelevance of Equilibrium Economics', *Economic Journal* (82). Reprinted in Kaldor N. (1978): *Further Essays on Economic Theory*, London: Duckworth.
- Keynes J. M. (1933): « A Monetary Theory of Production » in Keynes J.M. (1993), *The General Theory and After. Part I Preparation, The Collected Writings, vol. XIII*, London, Macmillan.

- Keynes J.M (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London, Macmillan (Edition 1973).
- Krugman P. (1979): Increasing Returns, Monopolistic Competition, and International Trade, *Journal of International Economics*, 9, 460-479.
- Leijonhufvud A. (1981): *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes*, New York, Oxford University Press.
- Leijonhufvud A. (1981): « The Wicksell Connection, Variations on a Theme » in *Information and Coordination*, New York, Oxford University Press.
- Mayer C. (2013): *Firm Commitment*, Oxford, Oxford University Press.
- Orain A. (2024): *Le Monde Confisqué, Essai sur le capitalisme de la finitude XVI^e - XX^e siècle*, Paris, Flammarion.
- Rodrik D. (2011): *The Globalization Paradox*, New-York, Norton & Cie.
- Rodrik D. (2017): The Trouble with Globalization, *The Milken Institute Review*.
- Schumpeter J.A. (1934): *The Theory of Economic Development, an Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle*, Harvard University Press
- Schumpeter J.A. (1954): *History of Economic Analysis*, London, Allen & Unwin.
- Shonfield Andrew (1965): *Modern Capitalism, The Changing Balance of Public and Private Power*, Oxford, Oxford University Press. Traduction Française (1969), *Le Capitalisme aujourd'hui, l'État et l'entreprise*, Paris, Gallimard.
- Slobodian Q. (2023): *Crack-up Capitalism. Market Radicals and the Dream of a World Without Democracy*, Allen Lane. Traduction française (2024) : *Le capitalisme de l'apocalypse, ou le rêve d'un monde sans démocratie*, Paris, Le Seuil.
- Smith A. (1776) : *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, Oxford, Clarendon Press (Edition 1976).
- Stiglitz J.E. (2024): *The Road to Freedom. Economics and the Good Society*, New-York, Pinguin. Traduction française (2025) : *Les routes de la liberté*, Paris, Les Liens qui Libèrent.



ABOUT OFCE

The Paris-based Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE), or French Economic Observatory is an independent and publicly-funded centre whose activities focus on economic research, forecasting and the evaluation of public policy.

Its 1981 founding charter established it as part of the French Fondation nationale des sciences politiques (Sciences Po) and gave it the mission is to “ensure that the fruits of scientific rigour and academic independence serve the public debate about the economy”. The OFCE fulfils this mission by conducting theoretical and empirical studies, taking part in international scientific networks, and assuring a regular presence in the media through close cooperation with the French and European public authorities. The work of the OFCE covers most fields of economic analysis, from macroeconomics, growth, social welfare programmes, taxation and employment policy to sustainable development, competition, innovation and regulatory affairs.

ABOUT SCIENCES PO

Sciences Po is an institution of higher education and research in the humanities and social sciences. Its work in law, economics, history, political science and sociology is pursued through [ten research units](#) and several crosscutting programmes.

Its research community includes over [two hundred twenty members](#) and [three hundred fifty PhD candidates](#). Recognized internationally, their work covers [a wide range of topics](#) including education, democracies, urban development, globalization and public health.

One of Sciences Po's key objectives is to make a significant contribution to methodological, epistemological and theoretical advances in the humanities and social sciences. Sciences Po's mission is also to share the results of its research with the international research community, students, and more broadly, society as a whole.

PARTNERSHIP
