

Les nombreux paradoxes de la globalisation financière¹

André Cartapanis²

Avant-propos

Aujourd'hui, la globalisation financière, comme la finance en général, a mauvaise presse et elle se trouve accusée de tous les maux : elle serait la cause principale des crises financières ; elle aurait engendré la captation de rentes injustifiées de la part de spéculateurs recherchant des rendements extravagants ; elle exercerait des pressions injustifiées sur les Etats, les marchés financiers exigeant des primes de risques élevées et donc des taux d'intérêt prohibitifs... D'où l'émergence d'un nouveau *logiciel* (économique et politique) dans l'analyse de la globalisation financière justifiant de nouvelles régulations (*Bâle III*, Union bancaire dans la zone euro...) voire en légitimant, y-compris au FMI, certains contrôles sur les mouvements de capitaux, même si rien n'est encore définitivement acquis face aux lobbys bancaires et aux hésitations des responsables politiques.

Pourtant, il y a 30 ans, au début de la phase de globalisation financière, celle-ci était parée de nombreux attraits. Certains y voyaient une solution miracle face aux blocages du développement parmi les pays en développement. D'autres soulignaient qu'il s'agissait là d'un moyen de réduire les contraintes de balances des paiements. Beaucoup considéraient que la globalisation financière était le vecteur d'une discipline accrue, source d'une plus grande efficacité, tant parmi les Etats que parmi les intermédiaires financiers.

La réalité est sans nul doute plus complexe et la globalisation financière ne mérite ni excès d'honneur, ni excès d'indignité...

Il est vrai que les déficits des pays industriels (budgets, déficits courants) ont été facilement financés, depuis 20 ans, surtout dans le cas emblématique des Etats-Unis. Jusqu'à la crise, la croissance, tant dans les pays industriels que, surtout, parmi les émergents, a été forte, avec une inflation maîtrisée (c'est ce que l'on a dénommé la *grande modération*). Paradoxalement, malgré les vicissitudes d'une gestion de crise calamiteuse, les coûts d'ajustement de la crise de la zone euro et de l'endettement souverain des Etats ont été allégés, ou plutôt reportés, par appel aux marchés de capitaux et aux investisseurs internationaux.

Mais en même temps, nombre de risques avaient été sous-estimés : liquidité mondiale incontrôlée, bulles sur les marchés d'actifs, crises financières et contagions planétaires... En outre, la carte et la structure des mouvements internationaux de capitaux ne ressemblent guère à ce que l'on attendait en théorie : ce sont les pays industriels qui

¹ Ce texte reprend les termes de la conférence de l'auteur lors du Colloque *Les défis économiques du XXI^{ème} siècle* organisé par l'Académie d'Orléans le 22 mai 2013.

² Professeur à Sciences Po Aix-en-Provence. Mémoire rédigé en Août 2013

captent une part importante de l'épargne des pays émergents ! Quant aux effets sur la croissance de la globalisation financière, y-compris dans les pays du Sud, ils restent controversés.

D'où l'intitulé de cette analyse: les paradoxes de la globalisation financière.

Mais pourquoi parler de paradoxe à propos de la globalisation financière ? On emploie habituellement ce vocable quand des phénomènes sont jugés contraires à l'intuition, ou s'ils se conjuguent indûment, contrairement à ce que la théorie ou le sens commun prévoient. Ici, parler de paradoxes de la globalisation financière est évidemment un artifice rhétorique : les économistes (pas tous !) parlent de paradoxe quand leurs prédictions théoriques ou leurs modèles sont contredits par la réalité. C'est évidemment plus élégant, que de parler d'erreur de diagnostic ! En fait, il s'agira surtout de dresser un panorama des conséquences de la globalisation financière, nécessairement nuancé, mais finalement assez critique. Car les paradoxes sont nombreux, et justifient la mise en œuvre de nouvelles régulations, surtout du côté des banques, elles-mêmes globalisées, qui constituent le principal vecteur, aujourd'hui, de la globalisation et de l'instabilité financière.

Mais revenons au préalable sur les divers phénomènes que recouvre la notion de globalisation financière.

La globalisation financière : un phénomène multiforme

La globalisation financière recouvre l'intégration accrue des activités financières internationales et leur changement d'échelle. D'abord, au niveau des marchés financiers, soumis à une interconnexion et une intégration généralisées : marché des changes, marchés obligataires, marchés bancaires, marchés de produits dérivés... Ensuite, au niveau des intermédiaires financiers eux-mêmes dont l'activité se déploie à une échelle planétaire : banques globales, investisseurs internationaux, Fonds de pension, Fonds souverains, *Hedge Funds*. Mais en parlant de globalisation financière on rend compte également de la place désormais dominante des mouvements internationaux de capitaux, comparée à celle du commerce international, dans la globalisation des activités économiques. De multiples *marqueurs* en témoignent : indices *de facto* et *de jure*, poids des mouvements internationaux de capitaux (bruts, nets), des stocks de créances ou des engagements internationaux rapportés au PIB... Tous convergent vers un constat unique : un changement radical d'échelle de la finance globale face aux économies nationales, avec tous les risques de contournement (fiscalité, réglementation) ou de contagions de nature à mettre en cause l'efficacité des politiques publiques nationales.

La globalisation financière contemporaine a cependant connu des précédents. Mais on observe de grandes différences entre la première globalisation (de 1880 à 1914), avec pour dominante des transferts de capitaux à long terme, et la seconde globalisation financière (à compter de 1980), avec un poids déterminant des flux bancaires et de mouvements de capitaux de portefeuille. Depuis les années 1980, cela s'est opéré en deux vagues successives pour les pays industriels et les pays émergents, après 1980 pour les premiers, et dans la décennie 1990 pour les seconds. Et l'on a observé une nouvelle accentuation de la globalisation financière dans les années 2000. Les flux bruts de capitaux représentent désormais de l'ordre de 20% du PIB dans les pays industriels et plus de 10% du PIB dans les pays en développement ou les économies émergentes, tout au moins jusqu'à la crise de 2008. Quant à la taille du système bancaire mondial, rapportée au PIB mondial, elle a connu une véritable explosion dans les années 2000 : multiplication par 2 si

on considère les crédits accordés ; multiplication par 3 si l'on retient la taille des bilans bancaires. Il en est résulté une élasticité quasi-infinie de l'offre de crédits internationaux et une dynamique des mouvements de capitaux peu reliée aux écarts épargne-investissement de chaque économie. Mais cela s'opère seulement si la confiance règne, en suscitant néanmoins des risques accrus de *boom* du crédit, de surendettement, jusqu'à ce qu'une crise vienne interrompre ce processus.

En même temps, la globalisation financière induit un changement de logique au sein de la sphère financière. L'équilibre épargne-investissement s'établit désormais à l'échelle internationale. Les prix d'actifs répondent aux humeurs des investisseurs internationaux. L'intermédiation bancaire s'est internationalisée, et l'on observe couramment un contournement des politiques économiques nationales (politiques monétaires ou prudentielles) de la part des agents économiques privés à la recherche de paradis fiscaux ou réglementaires.

Ce phénomène multiforme de globalisation financière a répondu à de multiples causes. Citons le contexte politique de la révolution néolibérale, depuis le début des années 1980, les décisions de démantèlement des contrôles et la vague de dérèglementation, la multiplication des innovations technologiques (NTIC conduisant à une forte hausse de la vitesse d'exécution des ordres, à la mise en place de réseaux de connexions entre les intermédiaires financiers à l'échelle planétaire ou à l'extension de la puissance de calcul des *traders* dans leurs prévisions à très court-terme)... C'est une telle configuration qui a rendu possible les vagues d'innovation financière depuis une trentaine d'années. S'y ajoutent évidemment des facteurs macroéconomiques, comme les excédents pétroliers à recycler ou le maintien de très importants déséquilibres des paiements courants, typiquement entre les émergents asiatiques et les pays de l'OPEP, d'un côté, et les Etats-Unis, d'un autre côté.

En résumé, la globalisation financière recouvre à la fois un changement d'échelle de la finance et, aussi, un changement de nature de la dynamique de l'économie mondiale dans laquelle prédomine désormais une finance dérèglementée et très largement internationalisée.

Les bénéfices attendus en théorie

Le schéma théorique des *textbooks* qui a justifié le basculement dans la globalisation financière mettait en avant divers avantages d'une ouverture de la finance à l'échelle globale.

Tout d'abord une meilleure efficacité allocative de l'épargne mondiale. Les transferts d'épargne devaient s'effectuer des pays *riches*, à forte épargne, et donc à rapport capital/travail élevé, vers les pays *pauvres*, en pénurie d'épargne et disposant d'un ratio capital/travail plus faible. Les mouvements internationaux de capitaux étaient supposés réduire les inégales dotations en facteurs de production. Les effets attendus étaient donc particulièrement vertueux pour les pays en développement : baisse du coût du capital, investissement accru, gains de productivité, décollage économique et croissance plus forte...

Sur un plan microéconomique, on attendait de la globalisation financière qu'elle engendre une efficacité accrue des marchés et une plus grande dispersion des risques induits par les opérations financières, par le jeu de divers mécanismes : une gestion internationale des portefeuilles permettant la mise à profit de la dé-corrélation des

rendements et des volatilités ; l'élimination des rentes de situation et le renforcement de la concurrence parmi les intermédiaires financiers. La globalisation financière apparaissait donc comme le stade suprême de l'efficacité de la finance...

Sur le plan macroéconomique, on attendait en théorie un allègement des contraintes de balances de paiements donnant par conséquent des marges de liberté accrues pour la politique économique et assurant un lissage de la consommation et de la croissance en présence de chocs. Cela devait s'opérer par le financement privé des déséquilibres de balances de paiements en faisant appel aux marchés, sans conditionnalité du type de celle qu'impose le recours au FMI. Devait également apparaître une plus grande discipline macroéconomique, en complément de l'indépendance des banques centrales, faisant des politiques de stabilité monétaire un impératif. La politique macroéconomique devait donc être mieux à même de répondre aux chocs conjoncturels via le recours facilité à l'endettement et la compensation par les mouvements internationaux de capitaux des chocs affectant le revenu et la consommation. Il devait en résulter une plus grande stabilité et un lissage de la dynamique macroéconomique.

C'est donc le schéma de l'efficacité des marchés financiers projeté à l'échelle globale qui fondait le basculement dans la globalisation financière. Mais tout cela n'avait de sens qu'à condition que de nombreuses hypothèses soient respectées : efficacité informationnelle des marchés, anticipations rationnelles et poids dominant des fondamentaux dans les anticipations, absence d'imperfections des marchés, transparence, autorégulation des risques, vision de long terme, absence de paniques, aucune procyclicité du crédit, absence de bulles spéculatives...

De nombreux paradoxes ...

L'expérience de la globalisation financière, depuis trente ans, ne recouvre que très imparfaitement ce schéma théorique et les paradoxes sont légion.

D'abord à cause d'une carte des mouvements de capitaux atypique. C'est le *paradoxe de Lucas* : l'essentiel des flux bruts de capitaux s'opère entre les pays industriels et non pas des pays du Nord vers ceux du Sud. Depuis le début des années 2000, les émergents, et en particulier les pays de l'OPEP et la Russie, mais aussi la Chine et les autres émergents d'Asie du Sud-est, sont les plus gros exportateurs d'épargne, surtout en direction des pays du Nord, les Etats-Unis principalement. Au-delà des flux nets de capitaux, la taille considérable des mouvements bruts, et donc, l'ampleur des flux croisés de capitaux, par exemple entre l'Europe et les Etats-Unis, vient démentir le lien entre les flux de capitaux et la rareté relative des facteurs de production. Surtout, dans les années 2000, on constate la prédominance des mouvements de capitaux bancaires ou des investissements de portefeuille, et non pas des investissements à long terme.

Ensuite, la relation entre les entrées de capitaux et la croissance des pays émergents reste controversée. Car les gains induits sur la croissance ne sont pas avérés, ce qu'ont illustré différentes études du FMI, sous la direction de K. Rogoff : on ne décèle pas d'effet direct de l'ouverture financière sur la croissance, mais seulement des effets indirects, via la qualité des institutions et le poids des *disciplines*, tant du côté de la gouvernance d'entreprise qu'au niveau des régulations financières. Globalement, ce ne sont pas les pays qui ont reçu le plus de transferts externes, en % du PIB, qui ont eu la croissance la plus rapide. Et même pour ce qui concerne les investissements directs à l'étranger, il n'y a pas de relation très claire avec la croissance. Les effets, là encore, sont conditionnels et semblent d'autant plus élevés que les institutions du pays d'accueil sont efficaces, d'où

l'idée d'un seuil de développement à partir duquel les entrées de capitaux exercent un effet positif sur le plan réel. Plus généralement, on doit donc retenir que le schéma standard des *textbooks* (entrées de capitaux, baisse du coût du capital, investissement accru, gains de productivité, croissance plus forte...) n'est pas validé de façon universelle. Les sources internes de financement de la croissance restent déterminantes et le cas de la Chine et de l'Inde en témoigne aisément.

Par ailleurs, en situation de globalisation financière, les politiques macroéconomiques sont placées sous l'emprise de la crédibilité que les investisseurs leur accordent et elles dépendent fortement de la confiance, quelque peu fugace, des marchés. Certes, on a assisté à la pérennisation des déséquilibres globaux de balances des paiements (c'est évidemment le cas du *déficit sans pleur* dont parlait Jacques Rueff, déjà, dans les années 1960 pour les Etats-Unis), mais en accumulant les sources de fragilité financière et de déséquilibres macroéconomiques. Les taux de change sont placés sous l'emprise de la finance et dépendent des écarts de rendements et des anticipations des investisseurs internationaux. La liberté accrue pour les politiques économiques est donc une illusion. Il y a seulement un report des ajustements, mais au prix d'un accroissement de l'endettement externe, source de risques multiples : hausses des taux (primes de risques), volatilité, procyclicité, *sudden stop* (brusque interruption des afflux de capitaux), crises de change...

Mais surtout, on ne peut que reconnaître l'existence d'une corrélation entre l'approfondissement de la globalisation financière et la récurrence des crises financières (crises de change, crises bancaires, krachs boursiers, crises jumelles) qui se transforment désormais en crises systémiques. C'est là un constat empirique que nul ne conteste : la globalisation financière s'est accompagnée d'une recrudescence des crises financières, pas seulement parmi les émergents. Tel fut le cas, d'abord, au cours des années 1980 : crises de change à répétition en Europe, krach boursier, crises de la dette en Amérique latine. Depuis la moitié des années des années 1990, c'est surtout parmi les économies émergentes que les crises se multiplient, on l'a vu avec la crise mexicaine, puis avec la crise asiatique. Plus récemment, on a pu observer que ces crises n'épargnaient pas les pays les plus riches après le déclenchement de la crise américaine, rapidement transformée en crise systémique d'ampleur planétaire et conduisant à une *grande récession*. Car désormais les risques financiers donnent naissance à de véritables crises systémiques par le jeu des phénomènes de contagion.

S'agissant de cette crise, qui démarre en 2008-2009, et dont on n'est pas encore réellement sorti, il convient de souligner la responsabilité toute particulière des flux de capitaux bancaires et des investissements de portefeuilles, notamment des flux initiés par les banques européennes. Celles-ci ont contribué à une intermédiation bancaire internationale à vaste échelle vers l'économie américaine, avec un allongement et une complexité accrue des circuits financiers et un très fort accroissement des risques. Les banques européennes ont fortement augmenté leur endettement à court-terme aux Etats-Unis, sur le marché monétaire, et, dans le même temps, leurs encours de prêts à long-terme ou d'investissements à risque (titres adossés aux crédits hypothécaires type ABS ou CDO) aux Etats-Unis... Le poids considérable des grandes banques internationales et du *shadow system banking* a évidemment accentué les risques systémiques en créant un énorme potentiel de déstabilisation en cas de choc spécifique. La faillite de *Lehman Brothers* en septembre 2008 et ses effets systémiques constituent un exemple emblématique de cette nouvelle dimension de la finance globale.

Car la crise de 2008-2009 n'est pas seulement une crise de la finance américaine. Elle résulte aussi des nouvelles interdépendances suscitées par la globalisation financière.

Et cela, avant, pendant, et après la crise. Dans l'avant-crise, avec l'explosion de la liquidité et le rôle des afflux internationaux de liquidités, avec le rôle des investisseurs internationaux dans l'acquisition des produits financiers titrisés et l'accumulation des positions à risque aux Etats-Unis. Tout cela a beaucoup facilité le *boom* du crédit. Pendant la crise, parce que la globalisation financière a affecté l'incidence et la propagation de la crise américaine, via les relations interbancaires internationales, les positions croisées transfrontières, les ajustements de bilan incluant des créances et des engagements internationaux. Cela est également apparu au niveau de la gestion de crise, car les sauvetages sont plus complexes, tout comme le mode de résolution des faillites bancaires, quand plusieurs économies, et donc des responsables politiques de plusieurs pays, sont concernés. Enfin, dans l'après-crise, car à cause de la globalisation financière, on a observé de nombreux effets de propagation, à l'échelle internationale, des politiques monétaires non-conventionnelles menées aux Etats-Unis, créant de nouvelles tensions monétaires et financières parmi les économies émergentes d'Asie ou d'Amérique latine.

Nul ne peut aujourd'hui en douter, la globalisation financière est à la fois un facteur et un amplificateur de crise financière.

Conclusion

Comme tel est le cas de la finance vis-à-vis de la croissance sur un plan général, la globalisation est utile jusqu'à un certain point et dans certaines conditions car elle s'accompagne de risques multiples : forte concentration bancaire, bilans bancaires dont la taille explose et qui se trouvent au cœur de multiples interdépendances croisées, *boom* du crédit alimenté par les mouvements de capitaux bancaires internationaux, et risque systémique lié aux flux de réserves adossés aux excédents courants de la Chine, du Japon ou des pays émergents d'Asie du Sud-est. Il y a là autant de phénomènes que la globalisation financière rend possible et qui contribuent aux crises et à l'instabilité financière internationale. On est sans doute allé trop loin dans la globalisation financière, et cela, sans encadrement réglementaire adapté. Si la *re-régulation* de la finance globalisée, dont on parle depuis le Sommet du G20 de Londres, en avril 2009, reste encore un agenda, malgré la définition des standards prudentiels de *Bâle III* encore en cours d'application, elle s'apparente pourtant à un impératif.