

TR 63

Les paradoxes de la globalisation financière

En favorisant les transferts d'épargne des pays riches vers les pays pauvres, la finance globale devait contribuer à leur développement. Ce n'est pas ce qui s'est produit.

ON TEND À L'OUBLIER, mais à la fin du XIX^e siècle, la City de Londres se trouvait au cœur d'une finance mondialisée, où les capitaux circulaient d'un bout à l'autre de la planète. Les crises à répétition de l'entre-deux-guerres et les contrôles imposés aux transferts de capitaux au cours des trente glorieuses ont eu raison de cette première mondialisation de la finance, limitant considérablement l'ouverture des marchés financiers et l'activité internationale des banques ou des investisseurs. Les années 1980 marquent un nouveau tournant. Alors que l'ouverture croissante des marchés de biens et services exige des financements internationaux, un vaste mouvement de déréglementation est lancé, qui s'applique tout particulièrement à la sphère financière et qui libéralise les mouvements internationaux de capitaux. Dans le même temps, de gros gestionnaires d'épargne prennent leur essor : fonds souverains, fonds de pension, ces investisseurs institutionnels commencent à opérer sur tous les marchés du globe. Autant d'évolutions favorisées par les nouvelles technologies de la communication qui ont pour effet de connecter les marchés

les plus distants. C'est ainsi que voit le jour un nouveau capitalisme financier d'ampleur planétaire.

Grâce à la libre circulation des capitaux, un pays souffrant d'une insuffisance d'épargne, en raison de son rythme d'accumulation du capital, de ses spécificités démographiques ou de l'état de ses finances publiques, est désormais en mesure d'absorber l'excédent d'épargne d'autres pays. L'innovation financière ouvre par ailleurs des possibilités de couverture et de transfert des risques qui n'existaient pas auparavant.

La spécialisation flexible

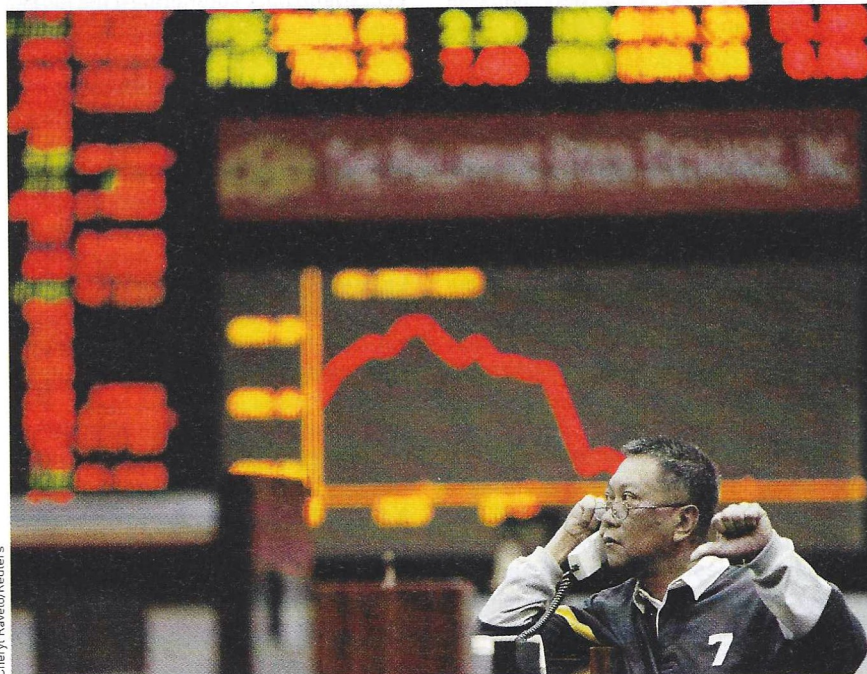
Cependant, on sait aujourd'hui que la globalisation de la finance n'apporte pas seulement des bienfaits. Les mouvements internationaux de capitaux ont suscité une fragilité accrue et une instabilité chronique sur les marchés financiers internationaux, qui se traduisent régulièrement par des crises monétaires aux conséquences sociales souvent dévastatrices. Cette relation

entre la globalisation et l'instabilité financière internationale est désormais connue de tous. Ce que l'on sait beaucoup moins, c'est que la globalisation financière a des effets paradoxaux tant sur la répartition planétaire des fonds prêtables que sur la croissance à long terme.

La globalisation de la finance a été très largement justifiée par sa contribution escomptée à une allocation plus efficiente de l'épargne et à la croissance des pays pauvres. En théorie, en effet, grâce à la libéralisation des flux internationaux de capitaux, ceux-ci devaient se diriger là où le capital est rare et donc mieux rémunéré, ce qui devait se traduire par des transferts d'épargne des pays les plus riches vers les pays les plus pauvres. En permettant une hausse de l'investissement et une accélération des gains de productivité parmi les pays initialement les moins bien dotés en capital, la globalisation financière devait donc favoriser la convergence planétaire des niveaux de vie. À première vue, l'histoire économique de ces trente dernières années ne contredit pas un tel scénario. Les pays

ANDRÉ CARTAPANIS

Professeur d'économie à l'IEP-Aix-en-Provence, il a récemment publié *Les Marchés financiers internationaux*, La Découverte, coll. Repères, 2004, ainsi que « Globalisation financière et croissance dans les économies émergentes », *Revue économique*, vol. LIX, n° 6, 2008, et « Sous l'égide du G20 : vers une nouvelle architecture de la finance mondiale ? », *Revue de l'OFCE*, n° 110, 2009.



Cheryl Ravetto/Reuters

Trader donnant ses instructions à la Bourse de Manille (Philippines) en août 2007.

émergents asiatiques et latino-américains, et même les pays en développement pris dans leur ensemble, ont crû à un rythme plus rapide que les économies avancées. Dans le même temps, la globalisation financière s'est considérablement étendue et la circulation internationale de l'épargne a significativement progressé, surtout ces dernières années. Il est pourtant difficile d'établir un lien de causalité entre l'émergence de la finance globale et la croissance du monde en développement.

Le monde en développement finance les pays riches

D'abord, les mouvements de capitaux bruts ont lieu pour l'essentiel entre les pays industriels ou les économies à revenu intermédiaire, et non pas entre les pays riches et les pays pauvres. Mais surtout, si l'on raisonne en termes de mouvements de capitaux nets (c'est-à-dire en observant la différence entre les entrées et les sorties de capitaux, publics ou privés), les pays émergents et les pays en développement sont, depuis le début des années 2000, les premiers exportateurs d'épargne de la planète. Si, en 2005, ils transféraient 448 milliards de dollars en direction des pays avancés, le chiffre était passé à 725 milliards, en 2008. Certes, l'on se situe ici sur un plan très global, qui recouvre des situations nationales très contrastées : la Chine ou l'Arabie Saoudite, gros acheteurs de bons du trésor américain, ne sont pas Haïti ou la Bolivie. Mais on est très loin des schémas théoriques prévoyant le financement net de l'investissement des pays pauvres par l'épargne disponible des pays industriels.

C'est là un premier paradoxe. Il s'explique par les énormes besoins de financement des pays riches, les États-Unis en tête, mais aussi par la modernisation inachevée des systèmes financiers des pays émergents. Cette carence ne leur permet pas d'absorber toute l'épargne domestique, surtout lorsque le taux d'épargne est très élevé. C'est ce qui se produit en Chine, en raison notamment du vieillissement accéléré de la population, de la faiblesse de l'offre de services publics et de l'état rudimentaire des systèmes de protection sociale, d'assurance retraite ou de financement du chômage. Autant de facteurs qui expliquent, dans un certain nombre

LA FINANCE ET SES CRISES

22 JUILLET 1944

Les accords de Bretton Woods, négociés par les États-Unis et la Grande-Bretagne et signés par 44 pays, consacrent le dollar comme pilier du système monétaire mondial et créent les principales institutions financières internationales, la Banque mondiale et le Fonds monétaire international (FMI). Ils prévoient le contrôle des mouvements internationaux de capitaux

1973-1979

Deux chocs pétroliers provoquent un ralentissement économique. La dette publique des pays industrialisés les oblige à faire appel aux investisseurs internationaux, comme les pays de l'Opep (Arabie Saoudite) qui ont amassé une épargne importante avec l'augmentation des prix du pétrole.

1985-1989

Libéralisation financière : en décloisonnant les marchés (monétaire, financier), l'État français crée un marché unique de capitaux ouvert à tous les opérateurs, nationaux et étrangers.

1990

Consensus de Washington : la Banque mondiale, le FMI et le département d'État américain incitent les pays en développement à adopter les principes de la libéralisation financière via la libre fixation des taux d'intérêt par le marché et l'ouverture totale aux mouvements de capitaux.

1994

Crise du peso mexicain. L'ouverture totale aux mouvements de capitaux déstabilise certains pays émergents : à la suite d'une fuite des capitaux étrangers du Mexique, le peso perd 40% de sa valeur. Cette crise « contamine » les marchés financiers voisins.

1997

Crise asiatique. Une crise de liquidités des banques asiatiques, le reflux des investissements en Thaïlande, la dépréciation de sa devise, le baht, déclenchent la crise financière qui se propage sur les marchés boursiers d'Asie.

2008

Déclenchement d'une crise financière mondiale depuis les États-Unis. ■

JUSTINE CANONNE

de pays d'Asie ou du Moyen-Orient, l'ampleur des exportations d'épargne, au moyen d'achats d'actions ou d'obligations aux États-Unis ou en Europe, ou sous la forme de réserves en dollars ou en euros.

Qu'en est-il des effets des transferts de capitaux sur la croissance des pays en développement ? Là encore, le paradoxe est saisissant : parmi les pays en développement, ce sont ceux qui ont relativement le moins recours à l'épargne étrangère qui connaissent la croissance de longue période la plus élevée. C'est le cas par exemple de la Corée du Sud qui depuis trente ans n'a reçu, en moyenne, aucune entrée nette de capitaux, tout en dégagant des gains de productivité de plus de 4% par an, chiffre parmi les plus élevés des pays émergents [1]. Le fort rythme de croissance y coexiste non pas avec un déficit d'épargne interne qui serait comblé par des apports extérieurs, mais au contraire par une épargne domestique supérieure aux besoins de financement.

Plusieurs études réalisées au FMI ont montré que l'on ne pouvait pas établir empiriquement une relation significative entre l'ouverture financière et la croissance des pays émergents et en développement [2], ce qui a créé une véritable déconvenue parmi les tenants de la globalisation financière. Celle-ci ne constitue donc pas une voie royale vers le développement et la convergence des capitalismes à l'échelle de la planète. Elle ne peut apporter un surcroît de croissance économique que lorsque les pays sont déjà, par eux-mêmes et suivant un chemin qui leur est propre, engagés dans un processus de croissance et de transformation sociale. ■

NOTES

[1] Voir P.-O. Gourinchas et O. Jeanne, « Capital flows to developing countries: The allocation puzzle », Washington, Peterson Institute for International Economics, WP Series 09-12 novembre 2009.

[2] Voir A. Kose, E. Prasad, K. Rogoff et S.-J. Wei, « Financial globalization: A reappraisal », *IMF Staff Papers*, vol. LVI, n° 1, avril 2009.