

La globalisation financière

Philippe MARTIN - Maître de Conférences en économie à l'Ecole Polytechnique

Texte de la 120e conférence de l'Université de tous les savoirs donnée le 29 avril 2000

in Y. MICHAUD (dir), *Université de tous les savoirs, Vol. 3, Qu'est-ce que la société ?*
Editions O. Jacob, Paris, 2000, pp.357-367 (extraits)

La globalisation hier et aujourd'hui

On nous présente souvent le phénomène actuel de la globalisation financière comme un phénomène sans précédent. Avant de se précipiter dans cette direction, il est utile de faire un rapide retour en arrière et de comparer la situation actuelle à celle de la fin du XIXe siècle, avant l'effondrement des marchés mondiaux engendré par la Grande Crise des années 1930. Une manière de quantifier le phénomène de la globalisation financière d'hier et d'aujourd'hui est de comparer les mouvements nets de capitaux en pourcentage du revenu. De ce point de vue, les marchés financiers étaient alors au moins aussi internationalisés qu'ils ne le sont aujourd'hui. Ainsi, les flux nets de capitaux représentaient environ 5 % du PIB de la Grande-Bretagne à la fin du siècle dernier contre la moitié aujourd'hui. Entre les deux phases de globalisation, ces flux diminuèrent fortement à la fin des années 1920 et encore plus dans les années 1950 et 1960, période où les restrictions réglementaires sur les mouvements de capitaux furent les plus importantes.

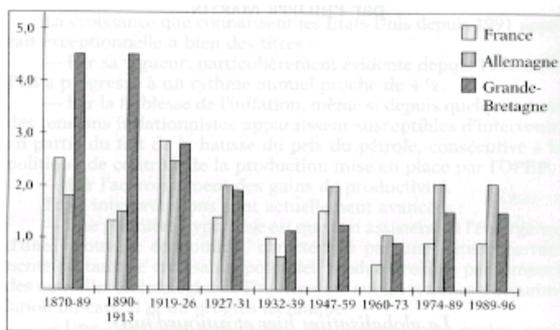


Figure 1- Mouvements nets de capitaux en % du PIB, 1870-1996 (source : Taylor, 1996).

L'évolution est assez comparable pour l'Allemagne et la France. Pour les pays

émergents d'alors et d'aujourd'hui, la comparaison est encore plus frappante : les déficits des comptes courants (et donc les entrées de capitaux finançant ces déficits) atteignaient aisément 10% du PIB de pays tels que l'Australie, l'Argentine ou le Canada à la fin du XIXe siècle. En comparaison, le déficit du compte courant de la Thaïlande, alors dénoncé comme dangereusement élevé, atteint en 1996 un maximum de 8 % de son PIB.

Devant ces chiffres, qui relativisent l'importance quantitative de la globalisation financière, on peut se demander pourquoi la globalisation du siècle dernier n'a pas conduit aux mêmes critiques, aux mêmes angoisses et aux mêmes dilemmes qu'aujourd'hui.

Une réponse possible est que les gouvernements d'alors n'étaient pas soumis aux mêmes demandes qu'aujourd'hui. En particulier, la notion que les politiques monétaires nationales pouvaient servir à atténuer l'impact d'une récession n'apparaît qu'à partir des années 1930 avec la révolution keynésienne. La contrainte que fait peser aujourd'hui la globalisation financière sur l'exercice de ces politiques macro-économiques nationales n'était donc pas perçue comme telle : les crises de la fin du XIXe siècle furent nombreuses et sévères mais elles furent subies passivement. Aujourd'hui, la pression démocratique fait que l'on attend légitimement des politiques économiques nationales qu'elles réagissent à de telles crises et limitent leurs conséquences en terme de chômage.

Pour ce qui est de la globalisation financière, il faut aussi aller au-delà de la comparaison des flux nets de capitaux. À la fin du XIXe siècle, la grosse majorité des flux de capitaux servait à financer des infrastructures (en particulier les chemins de fer) et acheter des titres de la dette

publique. Ces flux de capitaux étaient donc majoritairement des flux de long terme (de plus d'un an) et impliquaient relativement peu de prêts à des institutions financières ou d'investissements de portefeuille de court terme.

La situation aujourd'hui est complètement inversée : les flux de très court terme dominent de beaucoup les flux de long terme. Ainsi sur le marché des changes, les positions nettes de la plupart des intervenants ne sont en moyenne gardées ouvertes qu'une vingtaine de minutes : il est difficile d'envisager horizon plus court. Le montant des transactions brutes sur le marché des changes est aujourd'hui estimé à environ 1 700 milliards de dollars par jour (contre 600 en 1989 et moins de 200 en 1986). Ce montant échangé chaque jour représente une somme supérieure au PIB annuel de la France d'environ 20 %. Le degré d'intégration des marchés financiers, pour les flux de court terme, est donc aujourd'hui sans précédent. Si l'on compare les deux types de globalisation, celle qui s'opère sur les marchés financiers et celle qui s'opère sur les marchés des biens, on constate que le commerce d'actifs financiers a augmenté durant les quinze dernières années trois fois plus vite que le commerce des biens. C'est donc sur les marchés financiers que le processus de la globalisation est le plus frappant. Celui-ci touche pratiquement toutes les parties du globe à l'exception notable de l'Afrique. Les renversements brutaux des mouvements de capitaux sont devenus une autre caractéristique récente des marchés financiers internationaux : en 1996, 70 milliards de dollars furent investis en Indonésie, Corée, Malaisie, Philippines et Thaïlande. Pendant le second semestre de 1997, c'est plus de 100 milliards de dollars qui firent précipitamment le chemin inverse. Depuis le début 1999, les entrées de capitaux vers ces pays ont retrouvé un rythme presque comparable à celui d'avant 1997.

La globalisation financière a donc deux dimensions, l'une temporelle et l'autre spatiale. Le temps s'est raccourci pour les intervenants sur les marchés qui doivent continuellement réagir aux nouvelles informations. L'origine de ce raccourcissement de l'horizon temporel est principalement technologique et n'existait pas pendant la première phase de la globalisation : il tient à l'arrivée en continu de nouvelles informations. Le second aspect de la

globalisation actuelle est que la géographie physique n'a plus beaucoup d'importance pour les phénomènes financiers : une crise peut débuter dans une région du monde et se propager au reste du monde sans égard aux frontières et aux distances. La crise asiatique de 1997 illustre parfaitement ce phénomène de contagion : la crise débute en juillet avec la dévaluation du baht thaïlandais et la faillite de nombreuses banques et institutions financières du pays. Elle atteint ensuite la Corée du Sud déjà fragilisée par la faillite de plusieurs grands groupes industriels. La panique sur les marchés de change et les marchés d'actions s'étend rapidement à l'automne aux autres pays de la région (Malaisie, Indonésie, Philippines, Taiwan et Hong Kong) puis en 1998 à l'Amérique Latine et à la Russie. La quasi-faillite du fond spéculatif américain LTCM, conséquence indirecte de la panique sur les marchés russes, démontra que les marchés financiers des pays riches n'étaient pas épargnés par un problème qui avait débuté dans un petit pays asiatique.

Les bénéfiques escomptés : le consensus de Washington

Pour comprendre pourquoi de nombreux pays ont les uns après les autres réduit voire éliminé les restrictions réglementaires sur les mouvements de capitaux, il est utile de revenir sur les bénéfiques qu'on espérait recueillir d'un tel processus. Alors qu'il existe un quasi-consensus parmi les économistes sur les gains du commerce de biens (consensus d'ailleurs non partagé par le reste de la population), les économistes sont beaucoup plus divisés pour ce qui est de l'échange international d'actifs financiers et la libéralisation de ce commerce. Pour ceux qui pensent que celle-ci ne peut aller trop loin, l'analogie entre commerce des biens et commerce des actifs est invoquée. Après tout, le commerce d'actifs financiers n'est qu'un échange de biens différé : en achetant un actif financier étranger, on échange des biens aujourd'hui contre des biens dans le futur. S'il existe un surplus d'épargne en Europe, par exemple en prévision du vieillissement de la population, celui-ci peut s'investir dans les pays en voie de développement où en revanche il existe un besoin de financement pour des investissements dont on peut penser que le rendement est plus

élevé que celui qui existe en Europe. Si la globalisation financière se résumait à la libéralisation de ce type d'échange d'actifs, on ne voit pas comment elle pourrait engendrer tant de critiques. Dans cet exemple, on voit bien en effet l'avantage mutuel à l'échange d'actifs. De fait, même les critiques les plus virulents de la globalisation financière ne veulent pas restreindre ces flux de capitaux privés finançant des investissements de long terme. De ce point de vue, la globalisation financière offre une opportunité sans précédent pour les pays émergents de financer leur développement.

Ce type d'argument est important mais il n'est pas suffisant pour justifier la position dominante qui a régné au Trésor américain, au FMI et à la Banque Mondiale pendant les années 1990, et qu'on a appelé le « consensus de Washington ». Celui-ci constitua la base idéologique permettant de justifier la pression exercée sur les pays émergents pour qu'ils libéralisent rapidement les mouvements de capitaux, y compris ceux de court terme. L'objectif affiché était que la globalisation financière et plus généralement l'intégration des pays pauvres dans un marché mondial leur permette de se développer.

La succession des crises financières dans les pays émergents a remis en cause cet optimisme de manière spectaculaire. Sur le plan empirique, des études récentes ont montré que la libéralisation des mouvements de capitaux est l'élément qui permet de prédire le plus sûrement la survenue des crises : ce fut vrai pour l'Amérique Latine des années 1980 et de l'Asie en 1997. Ce fut aussi le cas de l'Europe du début des années 1990 et la crise du Système monétaire européen. Certes, les études empiriques révèlent que les pays qui ont libéralisé les mouvements de capitaux ont en moyenne connu des taux de croissance plus élevés que les autres, mais l'effet est quantitativement faible et pas toujours robuste. Après tout, le miracle économique de l'Europe des Trente Glorieuses s'est effectué sans liberté des mouvements de capitaux.

Les dérèglements d'une finance globalisée

Dans le cadre d'une première interprétation de la crise de 1997, dite « fondamentale », la globalisation financière ne fait que révéler, voire

amplifier des problèmes fondamentaux sous-jacents : système financier insuffisamment réglementé, garanties sur les investissements risqués, voire népotisme et corruption. Une autre interprétation est possible, qui met en cause plus radicalement le fonctionnement des marchés financiers internationaux. Elle tient à l'existence d'un phénomène propre à la finance qu'on appelle les anticipations autoréalisatrices. Les anticipations sont dites auto-réalisatrices lorsque les actions des agents, fondées sur l'anticipation d'un événement spécifique, sont suffisantes pour engendrer l'événement lui-même. En physique, ce type de processus est impossible : un pont ne peut pas s'effondrer simplement parce que l'on croit qu'il va s'effondrer. En économie en revanche, la croyance qu'une crise puisse survenir peut être à l'origine de la crise elle-même, validant ainsi *a posteriori* l'anticipation. La possibilité d'anticipations auto-réalisatrices est passée en une dizaine d'années du statut de curiosité intellectuelle à celui d'une théorie acceptée par de nombreux économistes, si ce n'est la majorité.

On pourrait croire que ce type d'analyse remet en cause la rationalité des spéculateurs sur les marchés mais ce n'est pas le cas. En effet, puisque les anticipations des agents sont validées *a posteriori*, ils ne se sont pas trompés et de ce point de vue ils sont parfaitement rationnels. Pourtant, le passage brutal d'un équilibre à un autre, qui définit la crise, aboutit à une situation qui du point de vue de la société peut être considérée comme irrationnelle (faillites, chômage...). Une des voies de recherche récente des économistes a été justement de comprendre comment l'agrégation de comportements rationnels du point de chaque individu pouvait aboutir à un résultat irrationnel pour la société. On peut faire la même analyse des phénomènes de panique mimétique sur les marchés financiers où tous vendent parce qu'ils anticipent que les autres vont également vendre. Les spectateurs qui, dans un théâtre, courent en masse vers la porte de sortie pendant un incendie agissent aussi d'une manière individuellement rationnelle mais qui collectivement aboutit à une situation irrationnelle.

Si, comme l'ont fait de nombreux économistes aux États-Unis et en Europe, on épouse cette seconde interprétation des crises, le diagnostic

sur la globalisation financière est beaucoup plus pessimiste et les implications politiques beaucoup moins orthodoxes. La transparence et un renforcement des mesures prudentielles, même si elles sont toujours bienvenues, ne sont pas suffisantes pour endiguer ce type de mécanisme auto-réalisateur. Des mesures plus drastiques deviennent envisageables telles qu'une taxe sur les mouvements de capitaux décourageant les entrées de capitaux de court terme et plus généralement l'endettement en devise étrangère. L'expérience chilienne qui consiste à taxer (à un taux faible et variable) les entrées de capitaux de court terme est souvent citée. De fait, le Chili fut un des seuls pays d'Amérique Latine (pourtant très ouvert sur le plan du commerce) qui fut épargné par la contagion asiatique. Dans une certaine mesure, cette taxation sur les entrées de capitaux ressemble au projet de taxe Tobin sur les transactions des marchés de change sur lequel l'attention s'est focalisée en France. Son avantage sur la taxe Tobin est qu'elle est gérée par le pays lui-même, sans besoin de coopération internationale, et n'exige pas l'accord de pays tels que les États-Unis qui se sont toujours opposés à une telle taxe.

L'instabilité inhérente des marchés financiers internationaux implique des coûts importants pour les petits pays qui ont peu de moyens soit pour prévenir une crise financière soit pour en atténuer les conséquences sociales. Cela est moins vrai pour les États-Unis ou l'Europe. Pour ces derniers, en effet, la très forte variabilité du taux de change qu'implique la liberté des mouvements de capitaux est un coût certes mais relativement faible. La taille de l'économie américaine et de la zone euro fait que ces économies sont moins dépendantes des variations de leur taux de change : les exportations représentent environ 14 % du PIB américain et un chiffre inférieur pour les exportations hors zone euro pour l'Europe. La constitution de la zone euro peut en fait être interprétée comme une réponse à la globalisation financière, permettant ainsi de limiter les répercussions de l'instabilité du taux de change. Elle devrait aussi permettre à la Banque centrale européenne de mener une politique monétaire plus active (à l'instar de la politique monétaire

américaine) sans être freinée par l'impact de cette politique sur le taux de change.

Distinguer entre les différentes globalisations

Les défaillances des marchés financiers sont multiples et il n'existe pas d'argument théorique ou empirique permettant d'affirmer que les gains de la globalisation financière l'emportent sur ses coûts, en particulier pour les pays émergents. La globalisation n'est pas un bloc monolithique qu'il faudrait embrasser ou rejeter dans toutes ses dimensions. Les arguments théoriques et empiriques plaident de manière beaucoup plus convaincante en faveur de l'intégration des marchés de biens que des marchés d'actifs de court terme. Les stratégies de fermeture au commerce international menées dans de nombreux pays en voie de développement dans les années 1970 et 1980 ont toutes été des échecs. En revanche, l'intégration au marché mondial des biens a été un des éléments expliquant la réussite des pays d'Asie. Un élément parmi d'autres cependant : les politiques d'éducation, d'incitation à l'épargne, la stabilité politique sont des éléments au moins aussi importants et peut-être plus difficiles à mettre en œuvre.

Dans le débat sur la globalisation, l'économiste n'a pas à prendre position en général pour ou contre le rôle des marchés mais plutôt à souligner les coûts et les avantages comparés de l'intégration. On peut même avancer l'argument qu'une globalisation financière non maîtrisée telle qu'on l'a connue dans les années 1990, avec la succession de crises qu'elle a engendrée, joue contre l'autre globalisation, celle du marché des biens. L'expérience de la première phase de globalisation commerciale et financière, celle de la fin du XIXe siècle, qui s'effondra dans les années 1930 en crises financières produisant des guerres commerciales désastreuses, nous enseigne que la globalisation n'est pas irréversible. En faisant du débat sur la mondialisation un débat purement idéologique, pour ou contre le marché en général, on s'oblige à la rejeter ou à l'accepter en bloc et sans discernement. Le rôle un peu ingrat de l'économiste dans ce débat est plutôt de distinguer entre les marchés et d'identifier sans complaisance les défaillances de certains

marchés pour mieux défendre ceux pour lesquels
il considère que les gains de l'intégration

l'emportent.