



Mondialisation financière: au-delà de la polémique



Un nouveau regard sur la mondialisation financière pour en réévaluer les coûts et les avantages

M. Ayhan Kose, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff et Shang-Jin Wei

L'AUGMENTATION des mouvements de capitaux à travers les frontières, autrement dit la mondialisation financière, est souvent accusée d'avoir provoqué la série de crises économiques qui ont ébranlé certaines économies émergentes latino-américaines à la fin des années 80, ainsi que le Mexique et quelques pays asiatiques dans les années 90. Les turbulences qui ont secoué les marchés et les faillites qu'elles ont engendrées ont conduit maints commentateurs à pointer du doigt les pays en développement, qui auraient libéré trop tôt les mouvements de capitaux et se seraient ainsi exposés à la dure loi imposée par la circulation rapide des capitaux et le grégariisme des marchés. Certains ont ouvertement critiqué les institutions internationales, qui auraient encouragé la libéralisation des opérations en capital sans préciser qu'il fallait impérativement se doter d'institutions assez fortes pour guider les marchés en période de turbulences.

Si un nombre croissant d'universitaires s'accordent sur le fait que la libéralisation des échanges est globalement avantageuse tant pour les pays industriels que pour les pays en développement, les théoriciens et les professionnels sur le terrain s'affrontent vivement à propos des coûts et des avantages de la mondialisation financière. Pour certains économistes comme Dani Rodrik, Jagdish Bhagwati et Joseph Stiglitz, la libérali-

sation complète des flux de capitaux nuit à la stabilité financière mondiale et il faudrait instaurer des contrôles et fixer des limites aux échanges d'actifs internationaux. D'autres, dont Stanley Fischer et Lawrence Summers, estiment que la levée progressive des restrictions a généralement été salutaire pour les pays qui souhaitaient accéder à la catégorie des pays à revenu intermédiaire et qu'elle a renforcé la stabilité dans les pays industriels. Il est clair que ce débat est essentiel pour la politique économique, d'autant que de grandes économies comme la Chine et l'Inde ont entrepris récemment de libéraliser leur compte de capital.

Pour aller au-delà de la polémique, nous avons conçu un nouveau cadre d'analyse des travaux toujours plus nombreux sur les coûts et les avantages de cette mondialisation. Nous jetons ainsi un regard différent sur les effets macroéconomiques (croissance et volatilité) des flux financiers internationaux. Nous passons systématiquement en revue les faits observés pour déterminer si la mondialisation peut être bénéfique aux pays en développement et si elle peut, à elle seule, provoquer des crises économiques. En définitive, nous constatons qu'elle n'est ni un remède miracle pour stimuler la croissance, comme certains le prétendent, ni une source de risque ingérable, comme d'autres voudraient le faire croire.

Des questions irrésolues

La dernière vague de mondialisation de la finance a réellement commencé au milieu des années 80, sous l'effet de l'assouplissement des restrictions aux mouvements de capitaux décidé par de nombreux pays, pour qui les flux financiers internationaux allaient stimuler la croissance et lisser la consommation. Les avantages attendus étaient substantiels, surtout pour les pays en développement, qui, en général, sont plus pauvres en capital que les autres et voient leur revenu progresser de manière plus fluctuante.

Les pays émergents, qui sont les pays en développement ayant activement participé à la mondialisation financière, ont sans aucun doute enregistré en moyenne une croissance supérieure à celle des autres (graphique 1). Néanmoins, la majorité des travaux utilisant des régressions de croissance internationale pour analyser la relation entre croissance et ouverture financière n'ont pas réussi à montrer que la libéralisation du compte de capital avait des effets positifs quantifiables sur la croissance, peut-être en partie parce que l'ouverture financière est difficile à mesurer. Ainsi, les indicateurs les plus utilisés (qui mesurent les restrictions appliquées aux opérations en capital) ne disent rien de l'efficacité de ces restrictions et ne reflètent pas toujours le degré réel d'intégration d'une économie aux marchés financiers internationaux. Depuis quelques années, les indicateurs mesurant les restrictions aux mouvements de capitaux ainsi que les données sur les flux et les stocks d'actifs et de passifs se sont considérablement améliorés. Les études qui s'appuient sur ces mesures plus fiables de l'intégration financière commencent à faire apparaître des éléments qui, loin encore d'être réellement concluants, semblent toutefois indiquer que l'intégration financière est bonne pour la croissance.

Rien ne prouve non plus que l'intégration financière soit directement à l'origine des crises financières. Ceux qui ont étudié la symptomatologie de ces crises (tarissement subit des entrées de capitaux, renversement du solde courant, crises bancaires, etc.) n'ont pas trouvé la preuve que les pays plus ouverts aux flux financiers tendaient à traverser plus de crises que les autres.

Bien que les épisodes de crises monopolisent l'attention, ils ne sont que la manifestation paroxystique d'un phénomène plus général d'instabilité macroéconomique. Sur ce plan, le bilan est moins positif : la mondialisation financière n'a pas donné les résultats escomptés en matière de partage international du risque et de lissage de la consommation dans les pays en développement.

En résumé, les effets de la mondialisation financière n'ont pas été établis de façon probante. Aucune preuve empirique formelle ne permet d'affirmer, comme on l'entend souvent, que la mondialisation de la finance est à l'origine des crises financières que le monde a connues ces trente dernières années, mais il est tout aussi difficile de trouver des preuves solides des avantages macroéconomiques qu'elle procurerait. Les régressions de croissance comparatives ne se révélant guère concluantes, existe-t-il un autre moyen de mieux comprendre les effets de la mondialisation financière?

Des inégalités fondamentales

Une autre manière d'étudier les effets de la mondialisation financière en termes de croissance et de volatilité consiste à distinguer différentes catégories de flux de capitaux. Cette méthode est d'autant plus pertinente que la composition des flux financiers internationaux a beaucoup évolué au fil du temps.

L'investissement direct étranger (IDE) est désormais la première source de capitaux privés pour les pays émergents (graphique 2); les flux correspondant à des *prises de participation* ont augmenté aussi, tandis que les flux de *titres de créance* ont diminué. Réputés plus stables et moins sujets aux retournements, l'IDE et les investissements de portefeuille seraient à l'origine de beaucoup des avantages indirects de la mondialisation financière (transferts de compétences techniques et de gestion, par exemple). En revanche, il est largement admis que les flux de titres de créance sont plus risqués. Procycliques et très volatils, ils peuvent amplifier les effets négatifs des chocs sur la croissance économique.

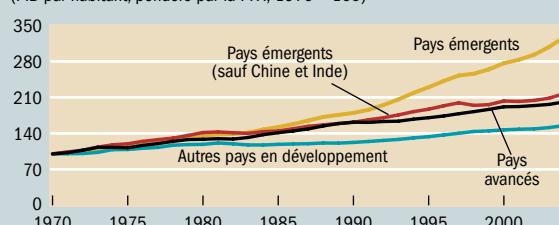
L'augmentation des investissements de portefeuille sous forme de participations dans les pays émergents a suscité plusieurs études sur les effets de la libéralisation des marchés d'actions. Toutes conduisent à penser que celle-ci a eu un impact positif sensible sur la croissance. La question de savoir si cet effet est aussi dû à d'autres facteurs (en particulier aux réformes qui accompagnent généralement la libéralisation des marchés boursiers) n'a, selon nous, toujours pas été tranchée. Par ailleurs, de plus en plus d'indices microéconomiques, au niveau des secteurs d'activité et des entreprises, tendent à confirmer les bienfaits de l'ouverture des marchés d'actions constatés au plan macroéconomique. Certaines études valident aussi la pertinence empirique de diverses constructions théoriques voulant que la libéralisation des marchés d'actions influe sur la

Graphique 1

La réussite malgré l'adversité

Bien que quelques-uns aient connu des crises, les pays émergents sont les pays les plus performants depuis une trentaine d'années.

(PIB par habitant, pondéré par la PPA; 1970 = 100)

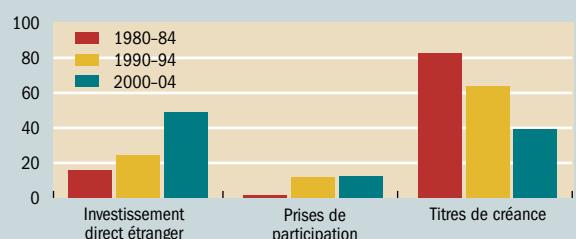


Sources : FMI, Perspectives de l'économie mondiale; Banque mondiale, Indicateurs du développement dans le monde.

Graphique 2

L'essor de l'investissement direct étranger

Les pays émergents attirent plus d'IDE que d'autres types de flux.
(composition des flux bruts en direction des pays émergents, en pourcentage du total)



Sources : base de données sur la richesse extérieure des nations, tirée de *The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004*, de Philip R. Lane et Gian Maria Milesi-Ferretti; document de travail du FMI n°06/69 (Washington, Fonds monétaire international, 2006).



croissance économique, notamment grâce à la progression des investissements et de la productivité totale des facteurs.

Il est intéressant de noter que, même si l'IDE est généralement considéré comme étant la forme d'investissement qui a le plus de chances de contribuer à la croissance, ses effets positifs sont plus difficiles à distinguer à partir de données globales que ceux des prises de participation. Heureusement, les travaux récents fondés sur des données microéconomiques commencent à confirmer les retombées significatives de l'IDE en termes de production et de productivité.

Au vu des éléments examinés jusqu'à présent, un point essentiel se dégage : nombre des avantages associés à l'ouverture financière apparaissent de façon bien moins nette dans les analyses internationales utilisant des données macroéconomiques que dans les analyses détaillées s'appuyant sur des données microéconomiques. En outre, travailler à partir de données microéconomiques augmente les chances d'identifier des liens de causalité et d'évaluer l'importance relative des différents canaux par lesquels l'intégration financière influe sur la croissance.

Certains économistes se sont servi de données microéconomiques pour évaluer le coût des restrictions aux mouvements de capitaux. Celles-ci semblent en effet créer des distorsions, car les entreprises (comme les individus) modifient leur comportement de façon à les contourner. En isolant une économie du jeu de la concurrence, ces restrictions peuvent aussi nuire à la discipline de marché. Au niveau de chaque entreprise ou secteur, elles induiraient donc des coûts d'efficience significatifs.

L'interprétation des faits

Pour tenter de comprendre pourquoi les données empiriques amènent à des conclusions différentes selon le niveau de désagrégation, nous avons établi un nouveau cadre conceptuel qui rassemble les divers éléments factuels déjà mentionnés.

Notre cadre repose avant tout sur l'idée qu'une mondialisation financière réussie, autre qu'elle facilite le financement de l'investissement intérieur, exerce aussi un effet indirect de catalyse. L'amélioration de l'accès aux capitaux a certes des effets directs non négligeables sur la croissance, mais il est bien plus important de comprendre comment les flux de capitaux engendrent ce que nous appelons les *avantages collatéraux* potentiels de l'intégration financière (ainsi nommés car ce ne sont pas forcément les premiers effets recherchés par le pays). Un nombre croissant d'études montrent que l'ouverture financière d'un pays peut favoriser le développement de son secteur financier, l'obliger à plus de discipline macroéconomique, accroître la rentabilité de ses entreprises en les exposant à la concurrence de l'étranger et libérer des forces qui œuvrent en faveur d'une meilleure gouvernance au niveau de l'État et des entreprises. Ces avantages collatéraux pourraient augmenter l'efficience et, par ricochet, la productivité totale des facteurs.

L'idée que la mondialisation financière influe sur la croissance de façon surtout indirecte a d'importantes conséquences pour l'analyse empirique de ses avantages. Renforcer les institutions, améliorer la discipline de marché et densifier les circuits financiers prend du temps, et il en faut aussi pour voir se matérialiser les gains de croissance qui en découlent. C'est sans doute pourquoi, sur des périodes relativement brèves, il semble plus facile d'identifier les coûts que les avantages de la mondialisation financière. Plus fondamentalement, même sur des

durées assez longues, il peut être difficile de repérer de façon empirique les gains de productivité liés à la mondialisation financière si l'on inclut les variables structurelles et institutionnelles et les politiques macroéconomiques dans les régressions internationales qui tentent d'expliquer la croissance. C'est en effet précisément par ces canaux que l'intégration financière génère de la croissance (graphique 3).

«Vu les difficultés que l'on rencontre pour interpréter les données internationales sur la croissance, il est encourageant de constater que l'intégration financière agit apparemment par des voies indirectes.»

Naturellement, il faut se garder de surestimer les avantages collatéraux. Il est tout aussi plausible que, toutes choses égales par ailleurs, les pays dont les marchés financiers et les institutions sont plus développés, tendent à attirer davantage de capitaux étrangers. Nous ne négligeons pas non plus le rôle des canaux traditionnels (c'est-à-dire le fait que l'intégration financière puisse doper l'investissement en assouplissant les contraintes nées de l'insuffisance de l'épargne intérieure et en diminuant le coût du capital), mais, à notre avis, ce rôle a été surestimé dans les études antérieures.

Pour savoir si notre cadre conceptuel a une quelconque valeur empirique, il nous faut à présent rassembler les faits qui corroborent l'une des hypothèses clés de notre argumentation, à savoir que la mondialisation financière a des avantages collatéraux significatifs.

Les avantages indirects de l'intégration financière

L'intégration financière peut avoir des avantages indirects importants dans trois domaines : développement du secteur financier, qualité des institutions et politiques macroéconomiques.

D'après un grand nombre de travaux, les flux financiers internationaux servent réellement de catalyseur au *développement du marché financier* local, comme l'attestent non seulement les mesures directes de la taille du secteur bancaire et des marchés d'actions, mais aussi des indicateurs plus globaux (surveillance, réglementation, etc.).

Les recherches fondées sur diverses méthodes, notamment des études de cas nationales, confirment que plus l'implantation de banques étrangères est importante, plus la qualité des services financiers d'un pays est élevée et plus l'intermédiation financière y est efficiente. Quant aux marchés d'actions, la théorie la plus répandue est que l'arrivée d'entreprises étrangères en accroît l'efficience, ce que les faits paraissent corroborer. Une fois libéralisés, les marchés boursiers tendent à devenir plus vastes et plus liquides.

D'après les données empiriques, la mondialisation financière a conduit un certain nombre de pays à revoir leurs structures

de gouvernement d'entreprise pour s'adapter à la concurrence étrangère et aux attentes des investisseurs internationaux. De surcroît, quand des pays dont le secteur financier est bien réglementé et surveillé investissent directement dans un pays émergent, ils tendent à en favoriser *le développement institutionnel et la gouvernance*.

La libéralisation du compte de capital, en augmentant les coûts que peuvent entraîner des politiques indigentes et en accentuant les effets bénéfiques des bonnes politiques, peut aussi inciter à plus de discipline sur le plan macroéconomique. C'est justement parce que la libéralisation du compte de capital accroît la vulnérabilité d'un pays aux revirements brutaux des investisseurs qu'elle peut témoigner de l'engagement de celui-ci en faveur de *politiques macroéconomiques plus saines* de manière à réduire les risques de revirement et à en atténuer les effets négatifs. Les observations empiriques semblent bien aller dans ce sens, mais elles sont rares. Dans les pays financièrement plus ouverts, la politique monétaire semble produire de meilleurs résultats que dans les autres pays (notamment sur le plan de l'inflation), mais rien ne permet de conclure à l'existence d'un lien systématique entre ouverture financière et efficacité des politiques budgétaires.

Sans être vraiment concluantes, les données que nous avons passées en revue ici donnent toutes à penser que l'intégration financière exerce un effet de catalyse sur divers facteurs positifs pour la productivité. Vu les difficultés que l'on rencontre pour interpréter les données internationales sur la croissance, il est encourageant de constater que l'intégration financière agit apparemment par des voies indirectes.

Le problème des seuils

Certaines études connexes ont cherché à savoir quelles conditions devaient être réunies au préalable pour que l'ouverture financière apporte des avantages à un pays en termes de croissance tout en diminuant les risques de crise. Ces conditions sont les suivantes :

Développement du secteur financier. L'ampleur des effets positifs que la mondialisation financière peut avoir sur la croissance et la stabilité dépend pour beaucoup de ce facteur. Plus le secteur financier est développé, plus les entrées de capitaux dopent la croissance et moins le pays est vulnérable aux crises, que ce soit de façon directe ou indirecte.

L'essor du secteur financier a aussi un effet bénéfique sur la stabilité macroéconomique, qui se répercute elle-même sur le volume et la composition des flux de capitaux. Dans les pays en développement dont le secteur financier n'est pas assez dense, les reflux soudains de capitaux tendent à engendrer des cycles alternant expansion et contraction ou à les amplifier. Qui plus est, quand la libéralisation du secteur financier local a été mal gérée ou insuffisante, elle a contribué au déclenchement de nombreuses crises parfois imputées à l'intégration financière.

Qualité des institutions. Elle semble déterminer pour une large part les résultats de l'intégration financière, mais également le degré d'intégration lui-même. Elle paraît aussi influer fortement sur la nature des flux de capitaux entrant dans les pays en développement et, de cette autre manière, influer sur les résultats macroéconomiques. L'amélioration des institutions facilite la transition vers une structure du capital où prédominent l'IDE et les prises de participation, ce qui tend à accroître les avantages collatéraux de l'intégration financière.

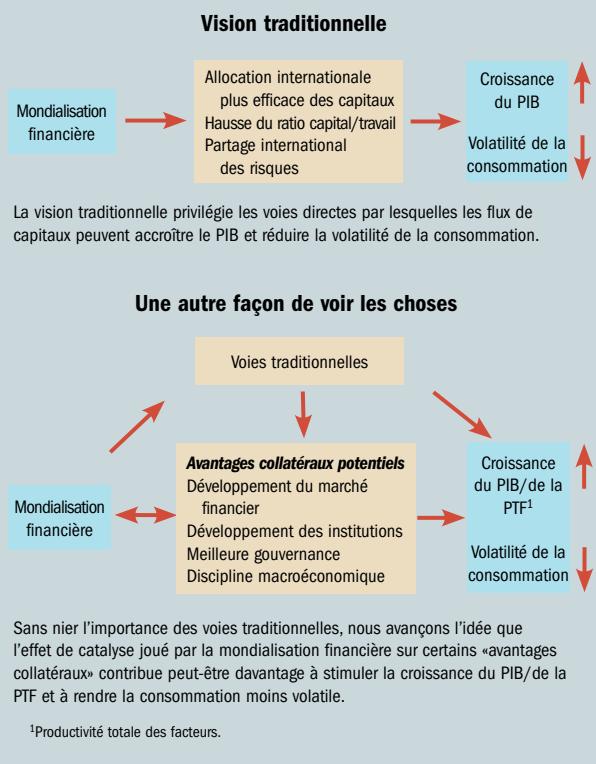
Qualité des politiques macroéconomiques nationales. Elle semble aussi influer sur le niveau et la nature des apports de capitaux, ainsi que sur la vulnérabilité du pays aux crises. En effet, en optant pour des politiques monétaires et budgétaires avisées, les pays qui procèdent à la libéralisation de leur compte de capital peuvent en amplifier les effets bénéfiques sur la croissance, mais aussi éviter les crises. En outre, quand le système financier est fragile, il n'est pas judicieux de conjuguer libéralisation du compte de capital et régime de change fixe. Il est indéniable qu'un tel régime risque de rendre plus vulnérable aux crises un pays qui ouvre son compte de capital.

Intégration commerciale. En plus d'améliorer le rapport coûts–avantages de l'intégration financière, elle réduit le risque de crises liées à l'ouverture financière et en diminue les coûts quand elles se produisent. Par conséquent, les études récentes viennent appuyer les travaux plus anciens selon lesquels il importait de libéraliser les échanges avant le compte de capital.

Il ressort de ce qui précède que c'est l'existence de certaines conditions de base, ou l'atteinte de certains seuils, qui fait que la balance penche plus ou moins fortement du côté des coûts ou du côté des avantages. Ce sont les interactions entre la mondialisation financière et cet ensemble de conditions initiales qui déterminent les effets sur la croissance et la volatilité (graphique 4).

La comparaison des graphiques 3 et 4 révèle un conflit fondamental entre les coûts et les avantages de la mondialisation financière. Nombre des conditions de seuil sont identiques aux avantages collatéraux. Autrement dit, la mondialisation

Graphique 3
L'intégration financière apporte des avantages ...





financière peut produire un certain nombre d'effets collatéraux positifs, mais peut aussi aggraver le ratio risques–avantages si les conditions de seuil correspondant à ces effets ne sont pas remplies.

Le seuil relatif au degré d'intégration lui-même est différent. Les pays industriels, dont l'intégration aux marchés financiers mondiaux est largement plus avancée, réussissent bien mieux que les pays émergents à utiliser les flux internationaux pour affecter les capitaux avec efficience, et donc engranger des gains de productivité et répartir les risques de revenu. Cela veut-il dire que les pays en développement ne peuvent escompter des effets bénéfiques collatéraux qu'à condition d'atteindre le même niveau d'intégration financière que les économies industrielles et que, dans l'intervalle, ils encourrent inévitablement des risques? Si, à court terme, les coûts prennent la forme de crises, leur impact peut être durable et diminuer d'autant les effets bénéfiques à long terme sur la croissance. En outre, les effets à court terme sur la répartition des revenus peuvent être particulièrement pénibles dans les pays à faible revenu.

Calcul du rapport coûts–avantages

Si elle confirme, moyennant quelques précautions, que la mondialisation financière est globalement bénéfique, notre synthèse des travaux consacrés à ce sujet conduit néanmoins à penser qu'un pays cherchant à s'intégrer de plus en plus aux marchés financiers mondiaux risque de se heurter en chemin à des obstacles majeurs. Pour les pays en développement, la mondialisation financière peut s'accompagner de toute une série d'avantages collatéraux susceptibles d'améliorer durablement la croissance et le bien-être. Toutefois, les pays qui libéralisent leur compte de capital avant que certaines conditions essentielles n'aient été remplies risquent de devoir attendre plus longtemps les effets bénéfiques escomptés et d'être plus vulnérables aux arrêts soudains d'entrées de capitaux. Cette tension fonda-

mentale entre les coûts et les avantages de la mondialisation financière est relativement inévitable.

Faut-il en déduire qu'un pays désireux de bénéficier des effets collatéraux de la mondialisation financière est obligé de s'exposer à des risques de crise importants? Ou bien les pays en développement feraient-ils mieux de se protéger des influences extérieures tout en s'efforçant d'améliorer leurs politiques intérieures et leurs institutions jusqu'à atteindre un niveau de qualité acceptable? Selon nous, bien que les risques

«Les affirmations extrêmes formulées par les partisans et les adversaires de la mondialisation financière quant à ses effets sur les pays en développement sont bien moins faciles à étayer que les uns et les autres ne veulent généralement l'admettre.»

ne puissent être totalement supprimés, il est possible d'arriver à un meilleur rapport coûts–avantages de la mondialisation financière. Quoi qu'il en soit, il n'existe sans doute pas de méthode universelle à recommander aux pays qui décident de déréglementer les opérations en capital.

L'approche axée sur les avantages collatéraux peut être un moyen de libéraliser le compte de capital en tenant compte du contexte local (conditions initiales) et des retombées bénéfiques que le pays concerné recherche en priorité. En fonction des distorsions qui lui sont spécifiques (liées à son secteur financier, en particulier), un pays peut en principe opter pour une méthode de libéralisation produisant des avantages spécifiques et minimisant les risques. Même si le cadre que nous proposons peut guider la réflexion sur les différents aspects de cette méthode, il est clair que des travaux plus poussés s'imposent dans plusieurs directions pour pouvoir tirer des conclusions solides sur sa pertinence.

En attendant, reconnaissons que les affirmations extrêmes formulées par les partisans et les adversaires de la mondialisation financière quant à ses effets sur les pays en développement sont bien moins faciles à étayer que les uns et les autres ne veulent généralement l'admettre. ■

M. Ayhan Kose est économiste et Shang-Jin Wei est Chef de division au Département des études du FMI. Eswar Prasad est titulaire principal de la chaire Nandlal P. Tolani de politique commerciale à l'université Cornell. Kenneth Rogoff est titulaire de la chaire Thomas D. Cabot de politique publique et professeur d'économie à l'université Harvard.

Cet article est basé sur le document de travail du FMI n° 06/189 intitulé «Financial Globalization: A Reappraisal», qui contient une liste de références sur ce sujet ainsi que les principales sources dont s'inspire en partie cet article.

Graphique 4

