



# LA FINANCE MONDIALE SE RÉINITIALISE

La contraction des flux transfrontaliers de capitaux est le signe d'un renforcement du système financier mondial

**Susan Lund et Philipp Härle**

**D**ix ans après la crise financière mondiale, le paysage financier a considérablement changé. Les flux bruts de capitaux transfrontaliers (investissement direct étranger, achats d'obligations et d'actions, prêts et autres investissements) ont fortement diminué; par rapport au PIB mondial, ils sont revenus à leur niveau de la fin des années 90 (graphique 1). Bien que tous les types de mouvements de capitaux aient reculé, les prêts expliquent pour plus de moitié la baisse globale. Cela tient au repli généralisé

des activités à l'étranger, mais aussi des financements transfrontaliers de gros des grandes banques européennes et de quelques banques américaines.

Faut-il en déduire que la mondialisation financière a enclenché la marche arrière? D'après nos dernières études, non. Le système financier mondial reste très fortement interconnecté, si l'on considère le stock d'actifs et de passifs liés aux investissements étrangers. Le nouveau système qui sort des décombres est une version de l'intégration financière mondiale qui semble plus sensible aux risques, plus rationnelle et potentiellement plus stable et résiliente, ce qui est positif.

## Changement de paysage

Avant la crise, bon nombre des plus grandes banques européennes, britanniques et américaines se lançaient résolument à l'international, explorant toutes les pistes pour s'assurer une croissance mondiale. Elles ont créé des



activités bancaires pour les particuliers et les entreprises dans de nouvelles régions, constitué d'épais portefeuilles d'actifs étrangers (titrisations de prêts hypothécaires à risque, biens immobiliers commerciaux, etc.) et se sont de plus en plus appuyées sur des financements interbancaires transfrontaliers à court terme.

Aujourd'hui, la vigilance est de mise et les capitaux sont conservés. Le risque n'est plus en vogue et les banques prudentes, voire «frileuses», pour reprendre le terme de l'ancien gouverneur de la Banque d'Angleterre, Mervyn King, sont à la mode. Les plus grands établissements suisses, britanniques et certaines banques américaines s'inscrivent tous dans le vaste mouvement de repli qui est observé, mais le retrait le plus spectaculaire est celui des banques de la zone euro (graphique 2).

Après le passage à l'euro, le 1<sup>er</sup> janvier 1999, les banques de la région se sont déployées au-delà de leurs frontières nationales, partout où circulait la monnaie unique. Du fait de cette monnaie commune et de règles largement partagées par tous les membres, le risque-pays a été sous-estimé, voire oublié. L'encours des créances étrangères (dont les prêts accordés par les filiales étrangères) est passé de 4.300 milliards de dollars en 2000 à 15.900 milliards en 2007. Cette progression était principalement imputable aux prêts et achats d'autres actifs étrangers à l'intérieur de la zone euro. Mais un autre facteur important a été l'établissement de liens financiers (marchés interbancaires en particulier) de plus en plus nombreux entre les banques de la zone euro, de Londres et des États-Unis.

Or cette expansion internationale des banques était dans une grande mesure fondée sur une mauvaise appréciation des risques ou des stratégies malavisées qui se sont retournées contre elles. Certaines banques européennes ont acheté des tranches triple A d'émissions américaines adossées à des hypothèques à risque (subprimes), qui allaient provoquer de grosses pertes. Des banques néerlandaises, françaises et allemandes ont participé directement et indirectement à la bulle de l'immobilier en Espagne et en ont subi les conséquences. Les banques autrichiennes ont fait des incursions jusqu'au cœur de l'Europe de l'Est et même en Asie centrale, mais se sont repliées depuis, tandis que les banques italiennes, très exposées à la Turquie, ont constaté que les marges corrigées des risques étaient moins importantes que prévu. Un certain esprit grégaire a régné durant cette période : voyant certaines grandes banques lancer des offensives à l'étranger en quête d'activités à forte marge, de nombreuses autres leur ont emboîté le pas.

Toutefois, depuis la crise, la tendance s'est inversée : les créances des banques de la zone euro sur la clientèle

étrangère ont plongé de 7.300 milliards de dollars, en recul de 45 % (même si elles demeurent nettement supérieures à leur niveau d'avant la monnaie unique). Il s'agissait pour près de la moitié de créances sur d'autres emprunteurs de la zone euro, notamment des banques. L'impression que les prêts accordés n'importe où dans la zone monétaire commune étaient pour ainsi dire des prêts intérieurs, et donc à faible risque, s'est révélée trompeuse. Les créances entre banques de la zone euro et banques britanniques et américaines se sont évaporées de la même manière.

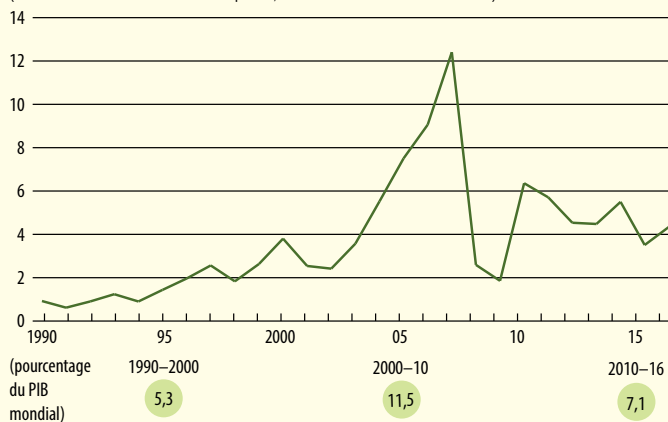
Dans la zone euro et ailleurs, ce retrait est une réaction rationnelle à la réévaluation des risques liés aux opérations transfrontalières. De nombreuses banques se sont finalement aperçues que les marges et le produit des activités internationales étaient moindres que ceux obtenus sur les marchés nationaux, où elles sont bien implantées et qu'elles connaissent bien, ou du moins que, compte tenu du surcroît de risque, les activités à l'étranger n'étaient pas intéressantes. Les banques sont désormais soumises à une pression constante des autorités de réglementation, des actionnaires et des prêteurs les exhortant à plus de prudence. Les nouvelles normes internationales de fonds propres et de liquidités majorent le coût de détention de toutes les catégories d'actifs, et les exigences supplémentaires imposées aux banques d'importance systémique pénalisent l'échelle et la complexité accrues de diverses

Graphique 1

### Le glas de la mondialisation financière?

Les flux transfrontaliers de capitaux sont revenus à leur niveau de la fin des années 90.

(total des flux transfrontaliers de capitaux, en milliers de milliards de dollars)



Sources : FMI, Balance of Payments Statistics; McKinsey Global Institute.  
 Note : Les données pour 2016 sont des estimations.

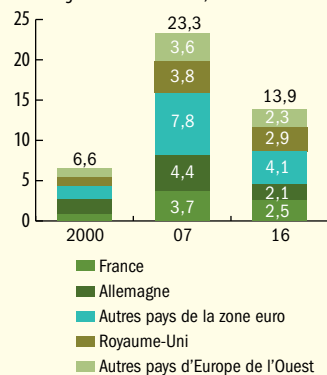
Graphique 2

### Aversion au risque

Les grandes banques européennes sont en tête du mouvement de retrait des marchés étrangers.

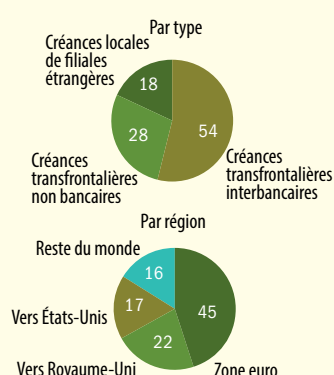
#### Créances extérieures des banques d'Europe de l'Ouest

(en milliers de milliards de dollars, taux de change nominaux annuels)



#### Recul des créances extérieures des banques de la zone euro

(100 % = 7.300 milliards de dollars)



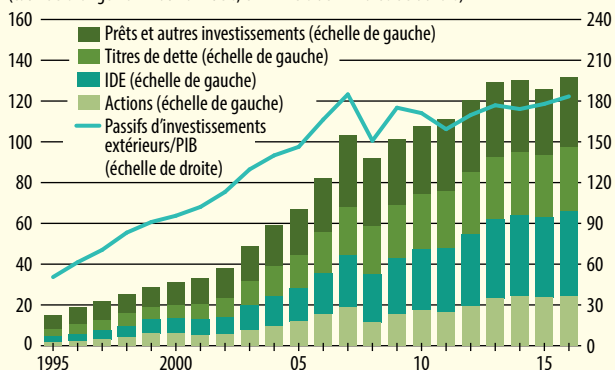
Sources : Banque des règlements internationaux; McKinsey Global Institute.

Graphique 3

### Vent en poupe

Depuis la crise financière mondiale, le stock des investissements de portefeuille en actions et en obligations, et en particulier des investissements directs étrangers (IDE), ne cesse d'augmenter.

(taux de change nominaux annuels, en milliers de milliards de dollars)



Sources : FMI, Balance of Payments Statistics; McKinsey Global Institute.

Note : Les données pour 2016 sont des estimations.

catégories d'activités, notamment à l'étranger. En réponse, les banques ont prudemment diminué leurs implantations. Certains programmes de banques centrales adoptés après la crise pour rétablir la stabilité financière, comme le «Funding for Lending» de la Banque d'Angleterre ou les opérations de refinancement à plus long terme ciblées de la Banque centrale européenne, ont incité les banques à préférer les emprunteurs nationaux aux étrangers.

De grandes banques d'envergure mondiale ont cédé certains établissements étrangers, abandonné certains marchés étrangers ou tout simplement attendu l'échéance des prêts. D'après Dealogic, fournisseur et analyste de

données financières, les banques ont revendu plus de 2.000 milliards de dollars d'actifs depuis la crise. De ce fait, la part des actifs nationaux dans le bilan de la plupart des banques européennes a considérablement augmenté. Les trois premières banques allemandes (Deutsche Bank, Commerzbank et KfW) détenaient deux tiers de leurs actifs sur les marchés étrangers à la veille de la crise, contre un tiers aujourd'hui.

Les établissements néerlandais, français, suisses et britanniques ont eux aussi réduit leurs activités à l'étranger. Les banques américaines sont traditionnellement moins internationales que leurs homologues européennes, car le marché intérieur à leur disposition est immense, pourtant, même certaines d'entre elles ont opéré un retrait. Citigroup avait des activités de banque de dépôt dans 50 pays en 2007; le chiffre est passé à 19.

Alors qu'en Europe et aux États-Unis les banques se replient sur leur marché intérieur, les banques d'autres régions se développent à l'étranger, même si rien ne prouve que cette expansion se révélera rentable ou durable. La moitié des actifs des quatre principales banques canadiennes ne sont pas au Canada, mais ailleurs, principalement aux États-Unis; les banques japonaises sont elles aussi sorties de leurs frontières. En Chine, les quatre principaux établissements nationaux ont rapidement développé les prêts extérieurs, surtout pour financer les investissements directs à l'étranger des entreprises chinoises.

### Stabilisation à venir

Il ne faut pas regretter le réajustement des activités bancaires transfrontalières. Pour juger de la bonne santé de la mondialisation financière, mieux vaut ne pas se référer à l'effervescence des flux mondiaux de capitaux observée dans les années qui ont précédé la crise. Malgré l'absence de consensus sur le niveau optimal des flux de capitaux, rien n'indique clairement que les mouvements de capitaux à destination des pays en développement ou avancés soient en train de se tarir.

Plutôt qu'une démondialisation financière, les évolutions récentes semblent présager l'émergence d'une version plus stable et plus résiliente de la mondialisation. Les marchés financiers du monde entier demeurent étroitement interconnectés. Bien que les flux annuels de capitaux frais aient sensiblement diminué, l'encours mondial des investissements directs étrangers et des investissements de portefeuille en actions et en obligations augmente depuis la crise, même si le rythme est plus lent que dans les années qui l'ont précédée (graphique 3). À l'échelle mondiale, 27 % des actions sont détenues par des investisseurs étrangers en 2016, contre 17 % en 2000. Sur les marchés obligataires, 31 % des titres étaient aux mains d'investisseurs étrangers en 2016, contre 18 % en 2000. Les prêts

et autres investissements sont les seules composantes de l'encours d'avoirs et d'engagements d'investissement étranger qui aient reculé depuis la crise.

À l'avenir, la mondialisation financière pourrait être plus stable, au moins à moyen terme, et ce pour trois raisons.

Premièrement, *la composition des mouvements de capitaux transfrontaliers s'est substantiellement modifiée et d'une manière qui devrait favoriser la stabilité.* Depuis la crise, l'investissement direct étranger (IDE) représente 54 % des flux transfrontaliers, contre 26 % avant 2007. Compte tenu de l'évolution des exigences réglementaires et du contrôle exercé par les actionnaires, il est peu probable que le volume des prêts transfrontaliers revienne prochainement au niveau d'avant la crise. Le basculement vers les IDE favorisera la stabilité des flux financiers internationaux. Comme ces investissements obéissent à des stratégies à long terme des entreprises pour asseoir leur présence mondiale, ils constituent de loin les flux les moins volatils. Les investissements de portefeuille en actions et obligations sont également moins instables que les prêts transfrontaliers et représentent plus de 40 % de tous les mouvements de capitaux depuis la crise. Les prêts, en particulier à court terme, représentent de loin le type de flux le plus volatil. Il faudrait donc se féliciter de son recul.

*Le deuxième atout potentiel de stabilité dans la mondialisation financière est la progression régulière des envois de fonds des migrants dans leurs pays d'origine.* Ces flux sont encore plus stables que l'IDE et ils sont en hausse, car les migrations augmentent à l'échelle mondiale. Les envois de fonds ne figurent pas comme flux de capitaux dans les balances des paiements et ils étaient traditionnellement assez modestes. Aujourd'hui, ils constituent toutefois une source de financement très appréciable pour les pays en développement. En 2016, les envois de fonds vers ces pays ont avoisiné 480 milliards de dollars, contre tout juste 82 milliards en 2000 et 275 milliards en 2007. Ils représentent à l'heure actuelle 60 % des flux de capitaux privés (IDE, investissements de portefeuille en actions et en obligations, prêts transfrontaliers) et l'équivalent de trois fois l'aide publique au développement. Les envois de fonds devraient continuer de progresser, car la montée des migrations mondiales se poursuit et les technologies telles que les chaînes de blocs et les paiements mobiles facilitent ces envois et en réduisent le coût.

*Un troisième facteur possible de stabilité accrue est le reflux de l'excès d'épargne mondiale constatée avant la crise.* Les déséquilibres mondiaux des comptes financiers et de capitaux sont passés de 2,5 % du PIB mondial en 2007 à 1,7 % en 2016, ce qui réduit le risque de voir une correction soudaine de ces déséquilibres provoquer dans certains pays une instabilité des taux de change et des crises de balance des paiements. En outre, les déficits et



les excédents se répartissent aujourd'hui entre un plus grand nombre de pays et les déséquilibres importants constatés en Chine et aux États-Unis se résorbent. Certains économistes posent la question de savoir si ce tassement des déséquilibres mondiaux a des chances de perdurer.

### Restons vigilants

La partie n'est pas gagnée pour autant. En données brutes, les flux de capitaux demeurent volatils et peuvent provoquer de fortes variations des taux de change pour les pays en développement. Dans un système financier mondial étroitement interconnecté, le risque de crises et de contagion est inévitable. Quant au problème des bulles et des krachs, il est aussi ancien que les marchés eux-mêmes.

S'il est une leçon que nous avons apprise, c'est que la stabilité est un objectif difficile à atteindre, mais aussi à préserver. Alors que nous commençons tout juste à identifier de nouveaux modes d'intégration financière mondiale après les bouleversements violents des dix dernières années, une nouvelle donne, qui changera radicalement les règles du jeu, apparaît sous la forme de la finance numérique. Le recours de plus en plus fréquent aux nouvelles technologies financières comme les plateformes numériques, les chaînes de blocs ou l'apprentissage automatique élargira probablement le cercle des acteurs de la finance internationale et accélérera les flux de capitaux. D'innombrables débouchés s'offriront, mais ils iront de pair avec une concurrence intense. Nul ne connaît encore les nouveaux risques que pourraient engendrer des flux de capitaux encore plus rapides à l'échelle planétaire, mais il sera crucial d'être vigilants et attentifs afin d'identifier la prochaine menace pour la stabilité. **FD**

**SUSAN LUND** est associée du McKinsey Global Institute, à Washington et **PHILIPP HÄRLE** est associé principal de McKinsey & Company et directeur des activités de banque globale, à Munich.

Cet article s'inspire de «The New Dynamics of Financial Globalization», publié par le McKinsey Global Institute en août 2017.