

La globalisation financière est l'extension au niveau mondial du paradigme de marché présenté par les libéraux comme source d'efficacité dans l'allocation du capital et comme un facteur de croissance. En permettant aux investisseurs de déplacer leurs capitaux rapidement et sans entraves et d'arbitrer, entre différents marchés financiers, différentes classes d'actifs, différentes devises, elle leur permet une meilleure diversification des portefeuilles et des risques. En permettant aux emprunteurs d'élargir les sources du financement, en mettant en concurrence différents apporteurs de capitaux, différentes places financières, différentes monnaies, elle réduit le coût du financement, favorise l'investissement et donc la croissance. La libéralisation bancaire et financière a ainsi été présentée comme *la solution* pour sortir de la crise économique subie par les pays industrialisés après les chocs pétroliers des années 1970. La construction d'un marché des capitaux à l'échelle planétaire constitue alors une réponse à des déséquilibres, ceux des pays importateurs de pétrole confrontés au besoin de financer des déficits croissants, et ceux des pays producteurs de pétrole ayant accumulé des excédents que leurs systèmes financiers ne sont pas en mesure d'absorber. La *première* globalisation financière aurait ainsi permis de trouver un *nouvel équilibre*, celui où les capitaux du sud financeraient les besoins du nord.

Mais la globalisation financière a changé de nature depuis les années 80, faisant une place croissante aux financements de marchés (au détriment des financements intermédiés) et faisant émerger de nouveaux risques. La libéralisation des systèmes bancaires et financiers nationaux et la disparition des barrières à la libre circulation des capitaux ont vu émerger de nouveaux intermédiaires financiers animés par une logique de court terme et dont le mimétisme constitue un facteur d'instabilité et de crises ; la déréglementation des banques et des marchés nécessaire à la globalisation de la finance a laissé des failles (dans l'organisation du grand marché mondial de capitaux, dans le contrôle, dans la transparence) dans lesquelles s'engouffrent certains opérateurs, déstabilisant les marchés. Et alors que *le marché financier globalisé* était

présenté comme *la solution* pour sortir des crises économiques ou financières, il est en réalité facteur de fragilités et vecteur de propagation des crises.

Jusqu'au début des années 2000, la globalisation financière, *première et deuxième générations*, a surtout fragilisé les pays émergents qui ont d'abord bénéficié d'afflux massifs de capitaux aux effets déstabilisateurs (bulles, inflation, surinvestissement dans des secteurs peu performants), avant de subir des fuites massives de capitaux à l'origine de crises de change et de crises bancaires. Mais depuis quinze ans, les crises de la globalisation financière se sont succédées dans les pays développés ; elles résultent d'une libéralisation à l'extrême qui concerne des marchés, des actifs ou des intervenants ; dès lors qu'un risque est révélé, leur manque de transparence conduit à des mouvements de panique auto-réalisatrice. Et lorsqu'une crise frappe un compartiment de marché particulier, une classe d'actifs ou une catégorie d'intervenants, la globalisation des marchés financiers favorise sa propagation à une grande partie de la planète financière.

Loin de les faire disparaître, la globalisation financière favorise l'apparition des crises : pour des raisons différentes, dans des régions du monde différentes, « les crises reviennent toujours ». Et dans cette finance globalisée, les banques centrales jouent un rôle essentiel dans la survenance des crises, soit parce qu'en les gérant elles posent les bases de la crise financière suivante, soit parce que leur politique monétaire est rendue partiellement inopérante du fait de la libre circulation des capitaux à l'échelle mondiale.

# Chapitre 1

## *La construction d'une finance globalisée : Une réponse à des déséquilibres*

La construction d'une finance globalisée s'est opérée en trois étapes qui correspondent chacune à la nécessité de gérer des déséquilibres financiers internationaux. La première étape correspond aux années 1970 et à la période des chocs pétroliers qui ont occasionné des transferts de revenus et généré des excédents dans les pays de l'OPEP. La globalisation financière prend alors la forme d'une finance intermédiée par de grandes banques internationales qui collectent les pétrodollars et accordent des eurocrédits. La seconde phase correspond aux années 1980 et à la nécessité pour les pays industrialisés de trouver des ressources pour financer des déséquilibres croissants : l'intégration de leurs marchés financiers nationaux à la finance mondiale conduit à un changement de nature de la globalisation financière, donnant une part croissante aux financements de marché. La dernière étape du processus résulte en grande partie de la gestion de la crise des dettes souveraines à la fin des années 1980 ; elle repose sur une application aux pays en développement des principes libéraux du consensus de Washington<sup>1</sup> et aboutira à l'intégration au « grand marché de l'argent » des marchés de capitaux des pays émergents. Dès lors, les marchés financiers seront globalisés à l'échelle internationale, avec leurs lots de déséquilibres.

La libéralisation des flux financiers internationaux et la déréglementation de la finance ont fait émerger de nouveaux risques. En permettant la libre circulation des capitaux à l'échelle mondiale, la globalisation financière favorise la propagation des crises et fragilise tout particulièrement les pays

---

<sup>1</sup> Voir encadré n°1 sur « Le consensus de Washington » page 17.

émergents très dépendants des capitaux internationaux dont l'afflux et le retrait massifs sont générateurs d'instabilité. Parce que les transformations de la finance internationale ont fait évoluer la nature des crises financières, leur prévention par la réglementation et leur gestion par un prêteur en dernier ressort doivent s'adapter pour intégrer les nouveaux risques liés à la globalisation financière.

## **Section 1. La construction d'une finance globalisée**

La globalisation financière est l'aboutissement d'un phénomène d'intégration progressive des marchés de capitaux nationaux, permettant la libre circulation des capitaux à l'échelle internationale. Le début du processus remonte aux années 1970 lorsque les chocs pétroliers impulseront le mouvement sous l'effet d'une forte hausse de l'offre d'épargne internationale, celle des pays exportateurs de pétrole, et de l'accroissement des déséquilibres financiers des pays en développement et des pays industrialisés (§1). La crise des dettes souveraines des pays d'Amérique latine au début des années 1980 conduira à une réorientation des flux de capitaux au profit des pays développés et à une libéralisation de leurs marchés financiers permettant d'avancer encore dans la globalisation financière (§2). Les années 1990 seront quant à elles marquées par une accélération du processus de globalisation avec l'intégration des marchés de capitaux émergents à la finance mondiale, dernière étape de la construction d'une finance mondiale globalisée (§3).

### **§1. Les chocs pétroliers, facteur de la globalisation**

Les années 1960 ont vu l'émergence d'un marché nouveau, celui des eurodollars, un eurodollar désignant un dollar détenu dans une banque à l'extérieur des Etats-Unis. Dans un système où prédomine à cette période très largement la finance intermédiée par les banques, le terme de marché d'*eurodollar* caractérise les opérations d'intermédiation réalisées, en dollar, par des banques implantées hors des Etats-Unis.

Ce marché s'est organisé dans les années 1960 en réaction à la réglementation américaine qui contraignait l'activité des banques et les a conduites à implanter des filiales à l'étranger, en particulier sur la place financière de Londres. Ces opérations sont réalisées par des banques

européennes, essentiellement celles de la City, qui drainent les avoirs en dollar de non-résidents américains qui ne sont pas déposés auprès du système bancaire américain, soit pour des raisons politiques, soit pour des raisons de rentabilité :

- la guerre froide entre les Etats-Unis et l'URSS a conduit les pays communistes à déposer leurs avoirs en dollar dans des banques européennes afin d'échapper à un éventuel gel des avoirs par les autorités américaines en cas d'aggravation de la crise diplomatique ;
- la réglementation américaine de 1937, connue sous le terme de **régulation Q**, plafonnait la rémunération des dépôts à terme dans les banques américaines<sup>2</sup> ; les rémunérations supérieures offertes par les banques européennes dans les années 1960 vont alors attirer les dépôts en dollar, faisant croître les eurodollars drainés par les banques. Ces euro-dépôts constituaient ainsi des placements alternatifs plus rentables que les dépôts dans les banques américaines dont la rémunération était plafonnée.

Les **euro-dépôts** étaient ensuite transformés en **eurocrédits** par les banques : elles utilisaient les dépôts en dollar placés auprès d'elles pour accorder des financements en dollar, à des agents non financiers ou à d'autres banques, notamment américaines. Les eurocrédits sont donc des crédits internationaux adossés aux eurodollars. Le marché des eurocrédits est un marché de gros qui permet d'emprunter des montants très importants, plusieurs centaines de millions de dollars, dans le cadre de (euro)crédits syndiqués par de grandes banques internationales qui les placent ensuite auprès de nombreux établissements bancaires investisseurs ; il s'agit de **finance internationale intermédiée**.

Les deux chocs pétroliers<sup>3</sup> de 1973 et 1978 viendront accélérer le développement du marché des eurodollars. L'augmentation des recettes d'exportation de pétrole des pays de l'OPEP leur permettra de dégager une capacité d'épargne qu'ils placeront auprès du système bancaire international, les pays producteurs de pétrole ayant une faible capacité d'absorption<sup>4</sup>. Les dépôts

---

<sup>2</sup> La *réglementation Q* intégrée au *Federal Reserve Act* de 1937 interdisait la rémunération sur les dépôts à terme inférieurs à 30 jours et plafonnait celle sur les dépôts à terme supérieurs à 30 jours à 6.25%.

<sup>3</sup> Le prix du pétrole sera multiplié par 4 en 1973 puis par 2 en 1979.

<sup>4</sup> Les marchés bancaires et financiers des pays producteurs de pétrole sont peu développés. Aussi, les revenus pétroliers seront placés dans les pays développés, auprès

sont réalisés auprès de banques européennes car les pays de l'OPEP craignent un gel de leurs avoirs dans les banques américaines, en particulier après 1979, lorsque les Etats-Unis saisiront les avoirs iraniens placés dans les banques américaines et dans leurs filiales européennes après une prise d'otages à l'ambassade américaine de Téhéran en 1979. Ces avoirs en dollar placés à l'extérieur des Etats-Unis deviennent ainsi des *eurodollars*.

Face à l'abondance de liquidités liées aux pétrodollars, il y a la demande croissante d'emprunts des pays importateurs de pétrole. Ces *eurodollars*, ou *pétrodollars*, sont alors « recyclés » par les banques depositaires dans des *eurocrédits* accordés aux pays développés et en développement.

S'agissant des pays en développement, le marché des *eurocrédits* leur offre **une alternative aux financements institutionnels** du FMI ou de la Banque mondiale qui sont assortis d'une conditionnalité contraignante pour l'emprunteur, en termes de conditions d'accès et d'allocation des capitaux prêtés. En empruntant massivement auprès de grandes banques internationales – les eurocrédits –, les pays en développement financeront le décalage croissant entre leurs dépenses et leurs recettes. Se développent alors massivement des **flux internationaux de capitaux « sud-sud »**, des pays producteurs de pétrole vers les pays exportateurs de matières premières d'Amérique latine et vers certains pays africains, et qui transitent par de grandes banques. Les ***pétrodollars* sont ainsi « recyclés » dans les dettes des pays en développement** qui croissent de manière effrénée, au point de conduire quelques années plus tard à la crise des dettes souveraines (cf. page 12).

S'agissant des pays développés, les chocs pétroliers ont creusé les déficits commerciaux et conduit à un ralentissement de la croissance économique, lui-même générateur de déséquilibres des finances publiques. Cette situation constituera elle-aussi un facteur de la dynamique des flux internationaux de capitaux :

- les déficits commerciaux et publics croissants seront financés par recours à l'emprunt, auprès de grandes banques internationales : les ***pétrodollars* sont ainsi « recyclés » dans les dettes des pays développés**. Se développent alors des flux internationaux de capitaux « sud-nord » : les recettes d'exportation des pays de l'OPEP viennent financer les déficits des pays industrialisés résultant des chocs pétroliers.

---

de grandes banques. La *rente pétrolière* ne sera donc pas absorbée par les pays producteurs mais investie très largement à l'étranger.

- le ralentissement économique conduira les pays industrialisés à rechercher de nouveaux marchés, en particulier dans les pays en développement ; pour ce faire, ils favoriseront leur accès aux financements externes par le biais notamment de *crédits acheteurs*<sup>5</sup>. La croissance des pays industrialisés sera donc en partie soutenue par une demande des pays en développement financée à crédit, alimentant encore les flux (intermédiés) internationaux de capitaux, des flux nord-sud des pays développés vers ceux en développement.

Les années 1970 sont donc caractérisées par un **développement de la finance internationale intermédiée** par des banques et par un essor du marché bancaire international. Cette période était favorable aux emprunteurs du fait des taux d'intérêt réels faibles et des conditions d'accès aux financements facilitées par l'abondance des liquidités :

- les taux d'intérêt nominaux sont faibles du fait de l'afflux des pétrodollars consécutif à la hausse du prix du pétrole ;
- les taux d'inflation sont élevés car la flambée des prix du pétrole a entraîné une hausse généralisée des prix et des salaires et les pays non producteurs de pétrole sont entrés dans le « cercle vicieux » de l'inflation par les coûts ;
- l'abondance des liquidités dans les bilans bancaires a rendu les banques moins vigilantes dans la distribution du crédit, en particulier aux pays en développement dont les exportations de matières premières en font des emprunteurs crédibles, dans un contexte où les taux d'intérêt réels sont faibles.

La recherche de rentabilité des pays producteurs de pétrole pour les pétrodollars qu'ils détiennent et la volonté des banques de développer leurs activités en dehors de leurs marchés domestiques fortement réglementés, ont constitué le moteur de la globalisation financière, dans un contexte où pays

---

<sup>5</sup> Les crédits acheteurs « à l'export » sont des crédits accordés à un importateur par une banque (ou un pool bancaire) du pays de l'exportateur. Ces crédits étaient destinés à soutenir les exportations en favorisant l'accès au financement des pays en développement ; ils ont très largement bénéficié d'un soutien public au financement ou à l'assurance. Les pays développés ont également multipliés les *protocoles gouvernementaux* signés avec les pays en développement pour faciliter la négociation et le financement de contrats commerciaux.

développés et en développement ont des besoins croissants de financement, les uns pour faire face à la crise économique, les autres pour financer leur développement. Cet essor des flux internationaux de capitaux « sud-sud » et « sud-nord » a en partie contribué à amortir les effets récessifs des chocs pétroliers, les excédents pétroliers servant à financer les déficits des autres pays dont la croissance aurait été encore plus faible sans ces flux.

Mais dans un contexte d'euphorie financière permise par le recyclage des pétrodollars abondants, cette globalisation financière a surtout permis aux pays en développement de recourir à un endettement qui se révélera excessif, conduisant certains jusqu'à la défaillance en 1982.

## **§2. La crise des dettes souveraines de 1982 : un tournant dans la globalisation financière**

La crise des dettes souveraines des années 1980 est avant tout une crise du surendettement des Etats ; elle est due à l'incompatibilité entre des politiques monétaires et budgétaires laxistes et un régime de changes fixes. Si la crise était inévitable au regard des déséquilibres de la balance des transactions courantes et des déficits publics, son déclenchement est lié à la conjonction d'un double choc, monétaire et économique. La crise conduira à une nouvelle étape dans la globalisation financière avec un effondrement des flux de capitaux vers les pays en développement, les créanciers fuyant les risques, et une réallocation des capitaux au profit des pays industrialisés qui libéralisent et dérèglent leurs marchés bancaires et financiers.

### **A. La politique monétaire américaine : le détonateur de la crise**

La crise des dettes souveraines, qui débute avec la défaillance du Mexique en 1982, est due avant tout à un endettement excessif des Etats d'Amérique latine et d'Afrique auprès d'investisseurs internationaux, essentiellement bancaires, sous forme de crédits. En raison du recours massif aux crédits internationaux en dollar pour financer leur développement, leur solvabilité était étroitement liée à l'évolution du dollar et des taux sur les financements internationaux ; elle ne résistera pas au retournement de la politique de la banque centrale américaine, la FED, ni au ralentissement de la croissance mondiale en 1979.

Les conséquences inflationnistes du second choc pétrolier et l'arrivée à la tête de la FED d'un nouveau gouverneur, Paul Volker, conduiront à une modification des orientations de la politique de la FED en 1979 : elle fera dès lors de la lutte contre l'inflation sa priorité, augmentant fortement ses taux