

LES DÉSÉQUILIBRES FINANCIERS MONDIAUX

De la fin du XIX^e siècle à la Première Guerre mondiale, il y eut déjà une forme de mondialisation financière. L'Europe en particulier plaça beaucoup de capitaux en finançant des entreprises en Amérique, en Asie et en Océanie. On assiste aujourd'hui à une deuxième globalisation financière. Le monde actuel est caractérisé par une libéralisation quasi totale des mouvements de capitaux ; c'est pourquoi ce terme de globalisation financière est si souvent employé pour le décrire. Cependant, des déséquilibres majeurs menacent en permanence la situation économique mondiale. Nous commencerons par définir la globalisation financière avant d'étudier les principaux facteurs de fragilité du système mondialisé.

► 1. LA FINANCE MONDIALISÉE

C'est un économiste français, Henri Bourguinat, qui a proposé dans les années quatre-vingt-dix de caractériser la globalisation financière par trois éléments : la désintermédiation, le décloisonnement et la déréglementation (règle des trois D). Les deux premiers phénomènes n'ont cessé de progresser ; seul le troisième semble avoir connu un coup d'arrêt depuis la crise des *subprimes*. Reprenons ces différents points.

1.1 Le recul relatif de l'intermédiation bancaire

On a observé depuis plus de deux décennies une désintermédiation générale en ce sens que les agents économiques ont eu de plus en plus la possibilité de faire appel à des financements directs, sans être obligés de passer systématiquement comme il y a quelques années par des intermédiaires financiers. Par exemple, une entreprise choisira fréquemment si elle dépasse une certaine taille de financer un projet en faisant appel au marché euro-obligataire. Sur ces marchés, sont émis des titres de créance par un syndicat de banques internationales. Ils sont libellés dans la monnaie de l'emprunteur ou dans une autre devise. L'avantage de ce type de financement par rapport au crédit est qu'aucune contrainte de bilan (sous forme de ratios) n'est imposée à l'emprunteur. La seule obligation est le paiement des intérêts. Outre la légèreté de leur réglementation qui fragilise sans doute la finance internationale, ces marchés sont exemptés de taxes ; de plus, les souscriptions d'euro-obligations

sont anonymes. Tous ces facteurs favorisent leur forte expansion. Il est vrai que ces marchés sont sélectifs : ils sont réservés à des emprunteurs présentant un faible risque. En raison du succès des émissions obligataires, les prêts ne représentent plus (en dehors de périodes exceptionnelles comme en 2008) qu'un pourcentage évoluant dans une fourchette de 30 à 45 % des financements extérieurs annuels des pays émergents.

On notera aussi que les banques n'échappent pas à la désintermédiation puisqu'elles développent depuis les années quatre-vingt leurs activités de placement de titres.

1.2 L'interdépendance des marchés financiers

Les marchés financiers sont, en deuxième lieu, largement décloisonnés. On peut même dire que les marchés financiers, des changes, des options etc... ne sont plus que des sous-ensembles d'un marché financier mondial. Il y a un continuum des opérations financières du court au long terme et des crédits en monnaie domestique aux crédits en devises. Dès lors, tout déséquilibre apparu dans un compartiment de cet ensemble global contamine les autres compartiments. Le décloisonnement facilite donc la diffusion de tout événement apparu dans un compartiment des marchés financiers. Par exemple, la baisse des investissements directs dans les pays émergents constatée après la crise asiatique n'était pas sans lien avec les difficultés rencontrées par les monnaies d'un certain nombre de ces pays. De même, les difficultés du secteur immobilier américain à partir de 2007 ont affecté l'ensemble des marchés financiers au bout de quelques semaines. On peut également citer l'interdépendance entre le risque souverain et le coût du financement bancaire. Ainsi, une montée des taux sur les obligations souveraines provoque des pertes sur les portefeuilles bancaires, diminue la valeur de leurs collatéraux pour obtenir des financements sur les marchés et fragilise les dispositifs étatiques de soutien au financement des banques.

1.3 Moins de réglementations ?

Historiquement, les périodes de faible contrôle des marchés et des mouvements de capitaux ont été associées à une fréquence élevée des crises financières, en particulier bancaires. En se contentant de remonter au début du xx^e siècle et en se concentrant sur les seules crises bancaires au sein d'un échantillon de 66 pays, on constate que les périodes caractérisées par la multiplication des crises furent la panique de 1907, la Première Guerre mondiale, la crise de 1929, puis la période commençant au début des années soixante-dix jusqu'à nos jours. Au contraire, au cours de la période des Trente Glorieuses, il y eut un nombre très faible de crises bancaires en raison non seulement de la vigueur de la croissance mais aussi d'un contrôle strict des marchés financiers et des mouvements de capitaux. Un puissant mouvement de déréglementation s'imposa dans la période suivante. La déréglementation a été

une caractéristique majeure de l'évolution du capitalisme à la fin du vingtième siècle. L'ouverture des marchés financiers japonais à partir de 1983-84, la création d'un marché unique des capitaux en Europe communautaire en 1990, l'explosion des produits dérivés, l'abandon aux États-Unis en 1999 du célèbre Glass-Steagall Act de 1933 qui séparait totalement les activités de banque commerciale de celles de banque d'investissement sont des illustrations spectaculaires de cette tendance générale. La libéralisation financière a entraîné presque partout la suppression du contrôle des changes et la liberté de circulation des capitaux à court terme. Or, une telle liberté n'est évidemment pas compatible avec une politique monétaire autonome et des changes stables. C'est ce que montra Robert Mundell (Prix Nobel de l'année 1999), dans les années soixante. Selon cet économiste canadien, une zone économique ne peut bénéficier simultanément de la fixité du taux de change, d'une politique monétaire autonome et d'une liberté totale des mouvements de capitaux. C'est le célèbre *triangle d'impossibilité de Mundell*. Imaginons en effet qu'un pays souhaitant bénéficier d'un taux de change stable et pratiquant une totale liberté des mouvements de capitaux veuille conserver l'autonomie de sa politique monétaire. S'il tente de la resserrer dans ce contexte, il provoque des entrées de capitaux (à cause de la hausse des taux d'intérêt) qui aboutissent à une expansion de la masse monétaire (contradictoire avec sa volonté de durcissement de la politique monétaire) et à une hausse de la parité de sa monnaie (contradictoire avec son objectif de stabilité du taux de change). De plus, si la Banque centrale vend des devises pour stériliser les entrées de capitaux, elle induit une appréciation supplémentaire du taux de change... De même, les pays qui ont essayé comme la France, la Grande-Bretagne et l'Italie de conserver (dans le cadre du Système Monétaire Européen de l'époque) une politique monétaire autonome en 1992-93 ont été confrontés à une spéculation à la baisse contre leur monnaie. Cela les a contraints soit à abandonner l'autonomie de leur politique économique (cas de la France), soit à quitter le Système Monétaire Européen (Italie, Grande-Bretagne).

Sur le plan interne, la déréglementation a notamment permis aux banques de créer des véhicules logés hors bilan pour échapper à la réglementation et développer des produits financiers complexes comme les célèbres CDO qui ont joué un rôle majeur dans la crise financière de 2007-2008 comme nous le verrons au chapitre 5.

On avait toutefois assisté depuis 2010 à un recul de la déréglementation aussi bien avec les accords de Bâle III qui renforcent les fonds propres des banques qu'avec la loi Dodd-Frank sur la réforme financière votée aux États-Unis (voir chapitre 4) ou avec l'accord européen du 2 septembre 2010 entre les États, la Commission et le Parlement sur la nouvelle supervision financière. Mais en 2018, les régulateurs bancaires américains semblent avoir relancé la déréglementation avec un assouplissement de la règle Volker qui interdit aux banques américaines de réaliser pour compte propre les opérations sur titres, produits dérivés et contrats sur matières premières. De même le Sénat américain (en mars 2018), puis la Chambre des Représentants (en

mai 2018) ont voté une réforme de la loi Dodd-Frank en allégeant les obligations des plus petites banques (moins de 10 milliards de dollars d'actifs) en matière de crédits et de fonds propres.

En résumé, on peut affirmer que la globalisation financière a fragilisé le système financier global: la déréglementation en affaiblissant les contrôles de bilan et de solvabilité assurés auparavant par les banques, le découplage en renforçant l'interdépendance de tous les compartiments des marchés ce qui favorise les phénomènes de contagion et la désintermédiation en favorisant un développement excessif d'une finance de marché peu surveillée. Cette dernière repose d'ailleurs de plus en plus sur des activités hors bilan.

La globalisation financière n'est cependant pas le seul facteur de fragilisation de l'économie mondiale. Elle ne fait qu'amplifier des risques qui se sont greffés sur une structure financière mondiale déséquilibrée. On constate également que des éléments réels accroissent les risques à caractère systémique.

► 2. LES DYSFONCTIONNEMENTS

Ces facteurs de fragilité sont nombreux. Nous distinguerons ici l'anarchie des régimes de change, le risque permanent de guerre des monnaies, la financiarisation des déficits des balances des paiements, l'évaluation des performances économiques des États, les pratiques abusives de marché, la question de la fiabilité des agences de notations ainsi que des normes comptables. Nous soulignerons aussi le fait que la répartition très inégale de l'épargne internationale aboutit à un partage paradoxal des capitaux internationaux alors même que l'endettement des grandes économies leur retire d'importantes marges de manœuvre.

2.1 Instabilité financière et déficits de la balance courante : *sudden stop* et primes de risque

La globalisation financière permet à des pays de supporter pendant des périodes anormalement longues des déficits de balances de paiement sans qu'un mécanisme correcteur soit enclenché. C'est ainsi qu'à la fin du vingtième siècle, la position extérieure nette des États-Unis était de l'ordre de -1 300 milliards de dollars. La situation a continué à se dégrader par la suite. En 2015, cette position extérieure nette atteignait -7 280 milliards de dollars, soit 40 % du PIB américain

La forte financiarisation du financement des déficits de balance des paiements des pays émergents est un autre aspect fondamental du système financier contemporain. Ces pays ont fait de plus en plus appel à un financement obligataire au détriment du crédit bancaire qui représentait toutefois la moitié de la dette des emprunteurs privés de pays émergents à la fin du vingtième siècle.

*Or, les marchés financiers sont volatils et très sensibles aux mouvements internationaux de taux d'intérêt car le financement des administrations et des entreprises de ces pays est désormais soumis aux brusques retournements des flux de capitaux. Ce phénomène a été qualifié de *sudden stop* dans la littérature spécialisée¹. Il est fréquent dans les pays émergents comme on l'a encore vu récemment avec la remontée des taux d'intérêt aux États-Unis. L'arrêt brutal des entrées de capitaux est à l'origine de difficultés de financement insurmontables pour les budgets publics des pays concernés. Le *sudden stop* affecte également les bilans bancaires souvent caractérisés par un double déséquilibre : passifs en monnaies étrangères et actifs en monnaie locale et passifs à beaucoup plus courts termes que les actifs. L'arrêt du financement entraîne alors une crise de change qui aggrave elle-même la crise bancaire puisque les banques sont souvent très endettées en monnaie étrangère. Le processus devient souvent cumulatif car les difficultés des banques favorisent de nouvelles fuites de capitaux. Il a pu être montré que le *sudden stop* est plus fréquent dans les pays où le rapport du déficit du compte courant à l'absorption ainsi que la dollarisation des crédits sont élevés. La contraction qui suit un tel phénomène est généralement sévère, de l'ordre de 10 % de baisse entre le pic et le creux. Ce type de récession évolue en fonction de l'interaction de deux facteurs : la dollarisation de l'économie et la dépréciation du taux de change réel. Dès que la situation financière mondiale devient plus incertaine, on assiste à une fuite des capitaux.*

Les exemples de *sudden stop* sont multiples ; nous allons en citer quelques-uns. À l'automne 2008, des pays comme l'Ukraine, la Pologne, la Hongrie ont par exemple souffert quand la crise financière s'aggrava et que le ralentissement économique mondial devint une certitude. L'Ukraine dont le déficit courant atteignait 7,2 % de son PIB obtint ainsi un prêt de 16,5 milliards de dollars du FMI. La Hongrie dont le déficit des comptes extérieurs était de 5,5 % de son PIB reçut également une aide. De même, lorsqu'à partir du mois de juin 2013, des rumeurs d'arrêt ou du moins de réduction du *quantitative easing* américain commencèrent à se répandre, de nombreux capitaux quittèrent brutalement l'Inde, les Philippines, l'Afrique du Sud, le Mexique ou le Brésil. Les taux d'emprunts de ces pays se tendirent et les cours de leurs devises diminuèrent sensiblement. En 2015, lorsque les prix du pétrole et des matières premières baissèrent très fortement et que les inquiétudes sur la baisse de la croissance chinoise réapparurent ainsi que la crainte d'une hausse prochaine des taux américains, les fuites de capitaux des pays émergents se poursuivirent. Entre juin 2014 et juillet 2015, les sorties de capitaux des pays émergents atteignirent 1 000 milliards de dollars. La baisse du real brésilien fut de 22,4 % par rapport au dollar entre janvier et juillet 2015 ; la baisse au cours de la même période était de 18,7 % pour la livre turque, 14,8 % pour le ringgit malaisien, 11,7 % pour le rouble, 11,3 % pour le rand etc. Les pays les plus touchés étaient, comme le plus souvent,

1. Voir à ce sujet : CALVO G., IZQUIERDO A., TALVI E., « Sudden Stops and Phoenix Miracles in Emerging Markets », *American Economic Review*, Papers and Proceedings, mai 2006, p. 405-410.

ceux dont le déficit de balance courante était le plus important : la Turquie, le Brésil, l'Afrique du Sud par exemple. Ces pays étaient également ceux dont les infrastructures étaient insuffisantes par rapport au développement industriel. Selon un scénario très classique, les banques centrales de ces pays élevèrent leurs taux d'intervention pour protéger leurs monnaies. En Turquie où le déficit courant était de 7,2 % du PIB, la réaction de l'institut d'émission à la crise de change fut spectaculaire : le taux directeur au jour le jour augmenta de plus de 4 points de pourcentage passant directement de 7,75 % à 12 % à la fin du mois de janvier 2014. Plus récemment, à la fin de l'année 2014, la Russie fut également confrontée à des sorties massives de capitaux. Ces fuites de capitaux étaient liées aux sanctions occidentales consécutives à la crise ukrainienne ainsi qu'à l'effondrement du prix du pétrole qui avait perdu la moitié de sa valeur depuis l'été. En une année, le cours du rouble perdit en conséquence plus de 40 % par rapport au dollar obligeant ainsi la banque centrale à faire passer son taux de référence de 10,5 % à 17 % le 15 décembre. La récession devint alors inévitable alors que le taux d'inflation dépassait les 10 %... Enfin, au printemps 2018, la hausse des taux d'intérêt américains ainsi que la hausse du dollar mirent en difficulté bon nombre de pays émergents et en particulier l'Argentine qui vit le peso baisser de 55 % de janvier à septembre (et même de 50 % d'avril à la fin du mois d'août) à la suite de sorties massives de capitaux. Le pays, souffrant d'un fort déficit de sa balance courante (d'environ 5 % du PIB) et d'une inflation atteignant 40 % par an, fut obligé de demander au FMI de lui accorder une ligne de crédit flexible (cette ligne est un filet de sécurité destiné à rassurer les marchés et non un plan d'aide). Les trois pays qui avaient déjà fait appel à cette procédure (la Pologne, la Colombie et le Mexique) n'ont d'ailleurs pas utilisé les fonds accordés. Quant à la banque centrale de l'Argentine, elle fut obligée d'injecter d'abondantes liquidités tout en relevant son principal taux d'intérêt qui atteignit 40 % en mai 2018 puis 60 % à la fin du mois d'août (contre 27,25 % auparavant) ! De même, dans un contexte de crise diplomatique avec les États-Unis, la livre turque perdit près de 45 % de sa valeur entre le début de 2018 et la fin du mois d'août de cette année. Dans cet environnement géopolitique défavorable, elle subissait les conséquences d'un fort déficit de balance courante (5,5 % du PIB), d'une inflation élevée (plus de 15 % par an) et d'une montée des taux longs américains. Cette dépréciation, déjà importante au printemps 2018, reprit au cours de l'été : la monnaie turque perdit par exemple 13,5 % de sa valeur face au dollar en une seule journée au début du mois d'août et s'affaiblit encore de 4,7 % le 30 août 2018 à la suite du krach du peso argentin.

Inversement, dès que les inquiétudes du marché s'éloignent comme ce fut le cas pour les pays émergents à partir du printemps 2009, certains pays emprunteurs sont submergés par des entrées massives de capitaux. C'est ainsi que 47 milliards de dollars affluèrent sur les marchés d'actions de l'Inde, des Philippines, de la Thaïlande, de l'Indonésie et de Taïwan au cours des trois premiers trimestres de l'année 2009. De

même, en 2010, des masses de capitaux à court terme furent investies en Asie (et au Brésil) en raison de la faiblesse des taux d'intérêt dans les pays occidentaux. Les monnaies de ces pays s'apprécièrent en conséquence de 10 à 15 %. C'est pourquoi le Brésil décida alors d'instaurer une taxe de 6 % sur les transactions financières des investisseurs étrangers portant sur le marché obligataire. Entre 2003 et 2011, la valeur du real doubla par rapport au dollar, ce qui favorisa une certaine désindustrialisation du pays...

De plus, les périodes d'instabilité financière s'accompagnent d'une montée sensible du risque-pays. Concrètement, il s'agit de la prime de rendement (*spread* en anglais) que doivent offrir les obligations d'un pays émergent ou un pays en difficulté de financement par rapport aux obligations du Trésor américain. Par exemple, au cours de l'aggravation de la crise financière à l'automne 2008, cette prime de risque atteignit 850 points au-dessus des bons du Trésor américain à la fin du mois d'octobre. De même, son niveau revint à 404 points en 2014 à la suite de nouvelles tensions apparues à partir du mois de juin 2013 lorsque les marchés anticipèrent la fin prochaine du *quantitative easing* américain. Des pays comme le Mexique, le Brésil, l'Inde et l'Afrique du Sud qui avaient craint quelques années auparavant que la guerre des monnaies entre les grandes puissances n'aboutisse à une appréciation trop forte de leur propre devise commencèrent à redouter une fuite des capitaux. De mai à août 2013, le cours de ces monnaies avait ainsi baissé fortement : -20 % en Inde, -17 % au Brésil, -14 % en Indonésie, -13,5 % en Afrique du Sud, -11,9 % en Turquie et -8,5 % en Malaisie.

À tout cela s'ajoute le fait que l'endettement des pays émergents a souvent été libellé en monnaies fortes. Le déclenchement des crises financières s'est fréquemment produit dans le passé à la suite d'une surévaluation du taux de change réel. Ce phénomène survient presque inévitablement à la suite de la mise en œuvre d'un couloir rigide de fluctuations. La dollarisation est dans ce domaine une solution extrême adoptée par exemple par l'Équateur et le Salvador. De telles pratiques aujourd'hui largement abandonnées par les économies émergentes avaient trois avantages à court terme :

- elles étaient un moyen de donner une crédibilité à leur monnaie et d'attirer les capitaux internationaux ;
- elles faisaient diminuer les primes de risque ;
- elles permettaient aussi de réduire très rapidement la hausse des prix lorsqu'elle était initialement très forte ;

Dans les années quatre-vingt-dix, Barry Eichengreen qualifia de « péché originel » (*original sin*) des pays émergents leur incapacité à émettre des titres dans leur propre

monnaie sur les marchés internationaux¹. S'il avait des avantages que nous venons de rappeler, ce péché originel avait de graves inconvénients.

Il réduisait l'efficacité de la politique monétaire des pays concernés. Si ces derniers voulaient par exemple relancer leur économie en abaissant leur taux d'intérêt, leur monnaie se dépréciait ; d'où une augmentation de la charge de la dette... En effet, le service de la dette dépend du taux de change réel qui est deux à trois fois plus volatil dans ces pays que dans les pays développés. La régularité de la croissance des pays victimes du péché originel est donc beaucoup plus faible car leurs taux d'intérêt sont pro cycliques : on les relève lorsque la situation économique se dégrade pour pouvoir défendre la valeur externe de la monnaie. De plus, ces pays ont souvent un rating plus défavorable, donc un accès plus difficile au marché international des capitaux.

En cas de crise financière, si la dette extérieure d'un pays émergent est libellée en monnaies fortes, ces devises s'apprécient par rapport aux monnaies locales. Ce phénomène alourdit le poids réel de la dette de ces pays qui sont alors confrontés à un cercle vicieux. Au cours de la crise de 2007-2008, plusieurs pays émergents dont la monnaie flottait ont connu de tels problèmes. De nombreux consommateurs de ces économies s'étaient en effet endettés en euros pour bénéficier de bas taux d'intérêt, notamment afin d'acquérir un appartement. L'effondrement des cours de leurs monnaies nationales à l'automne 2008 (zloty polonais, rand sud-africain, peso mexicain etc.) les fit tomber dans un piège d'endettement croissant. En 2010, beaucoup de ménages hongrois qui s'étaient endettés en francs suisses (pour profiter des taux d'intérêt bas des prêts libellés dans cette monnaie) furent également pénalisés par la forte envolée de la monnaie helvète. Un grand nombre de Polonais et Roumains restèrent aussi dans une situation difficile en raison de leur endettement en euro.

2.2 Certaines techniques financières sont déstabilisantes

On a vu qu'un puissant mouvement de déréglementation avait été la caractéristique du système financier international avant la crise. Cette déréglementation a favorisé certaines pratiques abusives sur les marchés de capitaux qui ont contribué à aggraver la spéculation.

La pratique la plus souvent dénoncée a été la vente de titres à découvert (*short-selling*) qui représenterait selon la Commission européenne de 1 à 3 % de la capitalisation boursière. Il s'agit ici essentiellement de la vente à découvert à nu (*uncovered short-selling* ou *naked short-selling*). Dans ce dernier cas, le vendeur n'a ni réalisé d'emprunt préalable à la vente ni d'accord sur un tel emprunt. Au contraire dans la *covered short-selling*, le vendeur vend le titre emprunté et délivre un titre de même nature au prêteur. En dehors des investisseurs individuels, la vente à découvert est surtout pratiquée par des *hedge funds*, les banques d'investissement, les fonds de

1. EICHENGREEN B. ET HAUSMANN R., *Other People's Money, Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, The University of Chicago Press, 2005.