

Les paradoxes de la relation entre globalisation financière et croissance

André Cartapanis
Cercle des économistes

La globalisation financière a été très largement justifiée par ses effets escomptés sur la croissance des pays pauvres. En théorie, en effet, grâce à la libéralisation et à l'ouverture des systèmes financiers, la rareté relative du capital devrait gouverner l'ampleur et l'allocation des flux internationaux de capitaux, conduisant à des transferts d'épargne des pays les plus riches vers les pays les plus pauvres. Couplée à la hausse de l'investissement, l'accélération des gains de productivité et des taux de croissance parmi les pays initialement les moins bien dotés en capital devrait donc induire une convergence accrue des niveaux de vie et des revenus par tête. Bien sûr, ce processus peut s'accompagner d'un regain d'instabilité financière, et même susciter le déclenchement de crises de change ou de crises financières. Mais ce ne serait là que des turbulences issues d'une application trop rapide ou insuffisamment maîtrisée de la libéralisation des marchés financiers à l'échelle planétaire, qui ne remettraient pas en cause ses avantages en termes de croissance à long terme.

A première vue, l'histoire économique de ces vingt dernières années ne contredit pas un tel scénario. En effet, selon le dernier *World Economic Outlook* du FMI [2007], la croissance comparée des économies avancées, d'un côté, et des pays émergents et en développement, d'un autre côté, témoigne d'un rattrapage accéléré au bénéfice de ces derniers : pour les périodes 1989-1996, 1997-2004 et 2005-2008, le taux de croissance moyen du PIB pour l'ensemble des pays avancés ne varie pas, et reste plafonné à 2,7% ; pour les pays émergents et en développement, en revanche, cette croissance, non seulement est significativement plus élevée, mais en outre elle s'accélère, avec des taux, respectivement, de 3,7% et de 5,3% pour les deux premières sous périodes, et le FMI prévoit une croissance moyenne de 7,5% pour les années 2005-2008. Dans le même temps, la globalisation financière s'est considérablement étendue et la circulation internationale de l'épargne a significativement progressé, surtout ces dernières années, puisque les flux bruts de capitaux, qui représentaient environ 6% du PIB mondial en 1995, avoisinent désormais les 15% de la richesse mondiale créée chaque année.

Pourtant, à y regarder de plus près, il est difficile d'associer aussi mécaniquement la globalisation financière et la croissance des pays émergents ou en développement (PED), et plusieurs *paradoxes* ne manquent pas d'apparaître lorsqu'on se penche sur la *carte* des transferts internationaux de capitaux.

La redécouverte du *paradoxe de Lucas*

Il y a une vingtaine d'années, R. Lucas [1990] avait déjà attiré l'attention sur le fait que les mouvements de capitaux allant des pays riches vers les pays pauvres ne représentaient qu'une part relativement faible des transferts nets d'épargne. Or, ce phénomène s'est fortement accentué, surtout depuis 2000, et l'on redécouvre aujourd'hui ce qu'il est convenu d'appeler le *paradoxe de Lucas*. Pour l'essentiel, les mouvements de capitaux bruts restent polarisés parmi les pays industriels ou les économies à revenu intermédiaire, et non pas entre les pays riches et les pays pauvres.

Selon le dernier *Global Financial Stability Report* du FMI [2007], les pays les plus avancés (Etats-Unis, Canada, Japon, Royaume Uni et Zone Euro) ont enregistré en 2005 des entrées de capitaux de 4.518,8 milliards de dollars et des sorties pour un montant de 3.721,2 milliards de dollars. S'agissant des pays émergents et en développement, les entrées s'élevèrent à 716,4 milliards de dollars et les sorties à 1.174,4 milliards de dollars. Au-delà du fait que les flux de capitaux des PED ne représentent que 15 à 30% des transferts

d'épargne réalisés par les pays les plus avancés, si l'on raisonne en termes de mouvements de capitaux nets, on constate que les pays émergents sont les premiers exportateurs d'épargne de la planète, à hauteur de 458 milliards de dollars en 2005, de 638 milliards de dollars en 2006 [BRI, 2007], tout particulièrement en direction des pays les plus développés, et, notamment, nul ne l'ignore, vers l'économie américaine. Il est vrai que ces données ne se limitent pas aux flux de capitaux privés, mais intègrent la progression des réserves de change dont on connaît l'ampleur pour les pays asiatiques ou du Moyen-Orient. Il est vrai également que c'est surtout depuis le début des années 2000 que les pays émergents et en développement dégagent de tels excédents courants, synonymes de sorties nettes de capitaux. Il n'en demeure pas moins, certes sur un plan très global, que l'on est très loin des schémas théoriques prévoyant le financement net de l'investissement des pays pauvres par l'épargne disponible des pays industriels. C'est là un premier paradoxe.

Une relation ambiguë entre les flux internationaux de capitaux et la croissance des pays émergents

Qu'en est-il, en second lieu, des effets éventuellement exercés par les transferts de capitaux sur la croissance des pays émergents ou en développement ?

P.-O. Gourinchas et O. Jeanne [2007] citent le cas de la Corée qui, sur la période 1980-2000, n'a reçu, en moyenne, aucun flux net de capitaux avec un taux de croissance moyen du PIB de 5,4% par an, tandis que Madagascar a enregistré l'équivalent de 6% de PIB d'entrées de capitaux pour un taux de croissance du PIB négatif, de - 1,3% par an. De leur côté, E. Prasad, R. Rajan et A. Subramanian [2007] ont tout récemment montré que sur la période 1970-2004 le montant net de capitaux étrangers se dirigeant vers les PED à croissance élevée était inférieur à celui que reçoivent les PED à croissance moyenne ou faible. En étudiant le lien entre les soldes des paiements courants, qui résultent de l'écart entre taux d'épargne et taux d'investissement domestiques, d'une part, et les taux de croissance économique, d'autre part, ils obtiennent une corrélation positive, contraire à l'intuition théorique. Ce sont les PED qui ont relativement le moins recours à l'épargne étrangère qui connaissent la croissance la plus élevée, comparativement à l'ensemble des pays de même catégorie. Ce sont surtout les pays à taux d'investissement domestique très élevé qui s'en sortent le mieux, ce qui n'est guère étonnant, mais, surtout, ce sont les pays dont les déficits courants sont les plus faibles, ou bien qui enregistrent en moyenne des excédents courants, et donc qui font le moins appel à l'épargne externe et aux entrées de capitaux, qui enregistrent les taux de croissance de longue période les plus élevés parmi les pays émergents et en développement. Au cours de la période 1985-97, caractérisée par une véritable *explosion* des transferts d'épargne vers les pays émergents, la relation reste positive.

Il semble donc que ce sont les niveaux élevés de l'épargne interne, relativement à l'investissement domestique, bien plus que l'ampleur des transferts d'épargne externe, qui se trouvent associés à une croissance forte parmi les pays émergents et en développement. Au regard des thèses défendues par les tenants de la libéralisation et de l'ouverture financières, c'est là un second paradoxe.

Le rôle des investissements directs étrangers dans la croissance des pays émergents

Pour beaucoup, il en va différemment des investissements directs à l'étranger (IDE) dont l'allocation internationale serait mieux corrélée avec la hiérarchie des taux de croissance, tant du PIB que de la productivité, parmi les PED.

Une étude réalisée par des économistes du FMI en 2004 [E. Prasad, K. Rogoff, S.-J. Wei, A. Kose] avait reçu un très fort écho en ne parvenant pas à exhiber empiriquement une relation significative entre la globalisation financière et la croissance des pays les plus impliqués dans ce processus. L'actualisation de cette analyse [A. Kose, E. Prasad, K. Rogoff, S.-J. Wei, 2006] a quelque peu atténué et relativisé le diagnostic, sans réellement modifier le message : si les effets de la globalisation financière sur la croissance des pays émergents

sont loin d'être automatiques et semblent soumis à de nombreuses conditions, les choses sont plus claires si l'on se limite aux IDE, qui représentent désormais près de 50% des flux internationaux de capitaux, contre seulement 20% au début des années 80, cette augmentation de la part relative des IDE s'étant réalisée au détriment des mouvements portant sur des titres de créances, les flux bancaires internationaux en particulier. Toutefois, même en se limitant aux IDE, A. Kose, E. Prasad, K. Rogoff et S.-J. Wei ne parviennent pas à établir une relation globalement positive entre les IDE et la croissance. Par contre, dès que l'on analyse les effets des IDE en données microéconomiques, par industries, ou par types d'activités, les conséquences positives apparaissent, autant en termes de gains de productivité qu'en ce qui concerne la croissance. De la même manière, L. Alfaro et A. Charlton [2007] ont récemment montré que les effets des IDE sur la croissance sont loin de se manifester clairement sur le plan économétrique, et ce n'est qu'en distinguant ce qu'ils dénomment la qualité des IDE (caractéristiques des pays d'accueil, des projets, des industries concernées...) qu'un tel effet sur la croissance peut être exhibé, en particulier quand ces IDE concernent des secteurs d'activité à fort financement externe, notamment en capitaux propres, selon la typologie de R. Rajan et L. Zingales [1998], et dans lesquels le niveau qualitatif de la main d'œuvre est élevé. Dans les autres cas, la relation n'est pas significative. C'est là le troisième paradoxe qui se dégage de la littérature économique récente : il n'y a pas d'effet massif et global de la globalisation des investissements directs sur la croissance, mais seulement des effets spécifiques ou sectoriels.

Les effets conditionnels de la globalisation financière sur la croissance

En définitive, pourquoi la globalisation financière ne joue-t-elle pas un rôle plus significatif sur l'allocation efficiente de l'épargne à l'échelle planétaire et sur la croissance économique des pays émergents ?

S'agissant du *paradoxe de Lucas*, la modernisation inachevée des systèmes financiers dans les PED et les économies émergentes, l'insuffisance de la supervision bancaire et la résilience limitée des marchés d'actifs ne leur permettent sans doute pas d'intermédiaire dans des conditions satisfaisantes l'épargne domestique [A. Brender, F. Pisani, 2007], surtout en présence d'un niveau extrêmement élevé des taux d'épargne, en particulier en Asie, pour de nombreuses raisons : transition démographique en cours, état rudimentaire des systèmes de protection sociale, d'assurance retraite, de financement du chômage ou des dépenses de santé. Autant de facteurs qui justifient, dans un certain nombre de pays d'Asie ou du Moyen-Orient, l'ampleur des exportations d'épargne, par le jeu des comportements d'allocation des portefeuilles privés ou sous la forme d'une accumulation de réserves en devises.

S'agissant des entrées brutes de capitaux, que les flux nets soient excédentaires ou déficitaires, se pose le problème de l'efficacité de ces transferts d'épargne externe, ce qui recouvre la question des canaux de transmission vers la croissance. Sur ce plan, il semble que les effets sont loin de dépendre, seulement, de l'ampleur des entrées de capitaux. Pour A. Kose, E. Prasad, K. Rogoff et S.-J. Wei [2006] par exemple, ce sont les *effets collatéraux* ou *indirects* qui l'emportent, en l'occurrence l'impact sur le développement du secteur financier, sur la discipline macroéconomique, et, plus généralement, sur la gouvernance d'ensemble, tant au niveau de l'Etat qu'en ce qui concerne les entreprises. En ce sens, la globalisation financière exercerait des effets conditionnels à la qualité des *institutions* du pays d'accueil et les entrées de capitaux, plus qu'une réponse à la pénurie relative de capital, constitueraient un catalyseur des transformations en cours, sur le plan économique ou politique, en important de nouvelles contraintes imposant une rigueur accrue (supervision prudentielle, transparence des marchés d'actifs, crédibilité des politiques monétaires ou des régimes de change, qualité des infrastructures...). Du coup, si certains seuils ne sont pas franchis sous ces divers volets *institutionnels*, la prise de risque décourage une part des investisseurs internationaux, et les conséquences d'un afflux de capitaux deviennent plus aléatoires, compte tenu des risques d'arrêt soudain des entrées de capitaux et de déclenchement d'une crise financière, on l'a vu typiquement, en Asie, à compter de l'été 1997.

La globalisation financière ne constitue pas un remède miracle sur la voie de la croissance et de la convergence des capitalismes à l'échelle de la planète. Elle peut apporter un surcroît significatif de croissance économique à condition que la libéralisation financière externe soit directement coordonnée avec les autres types de réformes, de façon progressive, et que non seulement l'IDE soit favorisé, mais à condition, également, que ces IDE s'insèrent dans une stratégie ciblée de développement économique, notamment sous l'angle de la spécialisation internationale, afin que les transferts d'épargne externe viennent conforter un processus de croissance et de transformation restant soumis à des impulsions fondamentalement endogènes respectant l'identité et la cohésion de chaque capitalisme.

Références bibliographiques

Alfaro L., A. Charlton, [2007], *Growth and the Quality of Foreign Direct Investment: Is all FDI Equal?*, Conference on New Perspectives on Financial Globalization, IMF, Research Department, April, 26-27.

Brender A., F. Pisani, [2007], *Les déséquilibres financiers internationaux*, Paris, La Découverte, Collection Repères.

BRI, [2007], *77^{ème} Rapport annuel*, Bâle, BRI, juin.

FMI, [2007], *Global Financial Stability Report*, Washington, D. C. IMF, April.

FMI, [2007], *World Economic Outlook*, Washington, D. C. IMF, April.

Gourinchas P.-O., O. Jeanne, [2007], *Capital Flows to Developing Countries : The Allocation Puzzle*, IMF, Working Paper, Forthcoming, May.

Kose A., E. Prasad, K. Rogoff, S.-J. Wei, [2006], *Financial Globalization: A Reappraisal*, IMF, Working Paper, WP/06/189, August.

Lucas R., [1990], "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?", *American Economic Review*, Vol. 80, May.

Prasad E., K. Rogoff, S.-J. Wei, A. Kose [2004], *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, IMF Occasional Paper N° 220, May.

Prasad E., R. Rajan, A. Subramanian, [2007], *Foreign Capital and Economic Growth*, IMF, Working Paper, Forthcoming, April.

Rajan R., L. Zingales, [1998], "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review*, Vol. 88, June.