

Comparer l'actuelle mondialisation à celle qu'avait connue les trois ou quatre décennies précédant la Première Guerre mondiale est devenu un lieu commun. De nombreux chercheurs ont en effet travaillé sur cette comparaison, montrant comment la mobilité internationale du capital avait atteint un maximum à la veille de la Grande Guerre, pour chuter ensuite puis remonter petit à petit avant de retrouver au cours des années 1990 le niveau déjà atteint en 1914. Malgré de frappantes similarités, la seconde mondialisation diffère toutefois profondément de la première, comme le démontre Éric Monnet : au tournant du **xxi^e** siècle, la globalisation financière a atteint un niveau inconnu auparavant et pris des formes inédites.

Problèmes **économiques**

Un siècle de finance : de la première mondialisation à la globalisation des marchés

© **ÉRIC MONNET**

Économiste chercheur à la Banque de France, enseignant associé à l'École d'économie de Paris¹

De la première à la seconde mondialisation

Tout lecteur familier des romans de la fin du **xix^e** siècle, ou tout historien ayant eu l'occasion de travailler avec des documents financiers ou des recueils de statistiques de cette période, ne peut qu'être frappé par l'étendue des liens financiers au sein de l'Europe, et entre l'Europe et d'autres continents (en particulier l'Amérique et l'Asie) avant la Première Guerre mondiale. Il est aujourd'hui aisé de consulter virtuellement certains

documents de cette époque en se rendant, par exemple, sur le portail Gallica de la Bibliothèque nationale de France (BnF). On peut ainsi feuilleter des publications économiques françaises de référence (comme le *Bulletin de statistique et législation comparée*, qui était publié par le ministère des Finances) et y découvrir de nombreuses études sur les banques et bourses étrangères et sur les économies et les finances des États-Unis, du Mexique, de la Russie, de l'Empire ottoman etc. reflétant les intérêts intellectuels et financiers des investisseurs et fonctionnaires français de l'époque. La lecture du magazine anglais *The Economist* – déjà la référence des investisseurs internationaux au **xix^e** siècle – ou de divers quotidiens délivre une impression similaire. Il suffit enfin de rappeler l'engouement des Français avant 1914 pour

^[1] Les points de vue exprimés dans ce texte n'engagent que l'auteur et ne doivent pas être attribués à la Banque de France ou l'Eurosystème.

ZOOM

QU'EST-CE QUE L'INTÉGRATION FINANCIÈRE ?

L'intégration financière (autrement dit le degré d'internationalisation des échanges financiers) est souvent mesurée par les économistes au moyen de trois principaux indicateurs. Tout d'abord la corrélation entre les mouvements d'épargne et d'investissement au sein d'un pays. Si cette corrélation est élevée alors cela signifie que le pays est peu intégré au reste du monde car il finance principalement son investissement par de l'épargne nationale. Une deuxième mesure consiste à rapporter au produit intérieur brut (PIB) le stock d'actifs et de passifs étrangers d'un pays. Une valeur élevée de ce ratio signifie que le pays est ouvert financièrement car il emprunte (passif) ou investit (actif) beaucoup à l'étranger. Enfin une troisième mesure – peu utilisée dans les travaux historiques en raison d'un manque de données – consiste à rapporter au PIB les flux de capitaux étrangers. Ces différentes mesures concordent pour affirmer que la mondialisation financière retrouva au cours des années 1990 son niveau de 1914.

Éric Monnet

les emprunts russes, signe de la facilité avec laquelle les capitaux pouvaient circuler. Il y avait donc bien une première mondialisation financière – que de très nombreux historiens ont étudiée – dont les conséquences ne touchaient pas seulement les bourses et les bureaux des grandes banques d'investissement, mais se faisaient sentir dans l'ensemble de la société, intéressant les épargnants et les représentations collectives. Elle se doublait d'une mondialisation commerciale, culturelle (les expositions universelles

étant l'exemple le plus évident) et de grandes vagues de migrations, notamment vers les États-Unis. La Première Guerre mondiale mit fin à ce processus, d'autant plus brusquement qu'elle prenait sa source en Europe, au cœur des places financières mondiales. Ce sont donc des raisons politiques, des haines alimentées de nationalisme et des velléités de conquêtes martiales qui mirent fin à la première phase de mondialisation financière. La décennie qui suivit le conflit, dans le domaine financier comme dans beaucoup d'autres, vit s'exprimer des tentatives de revenir à l'ordre d'avant-guerre, alors même que le dollar tendait à remplacer la livre sterling comme monnaie internationale. La crise de 1929, et surtout la contagion des crises financières et les dévaluations en chaîne à partir de 1931, apportèrent une nouvelle fois un coup d'arrêt à la circulation des capitaux. La grande majorité des pays mirent en place des contrôles de capitaux afin d'éviter que ceux-ci ne viennent déstabiliser leur économie. L'isolationnisme et les nationalismes, à leur apogée au cours des années 1930, s'acclimatèrent fort bien de ces mesures qui se prolongèrent pendant la Seconde Guerre mondiale. Après 1945, l'intégration financière internationale recommença à s'accroître de manière continue mais à un rythme lent, de sorte que le niveau d'intégration financière ne retrouva son niveau de 1914 qu'au cours des années 1990.

Débats mouvementés après 1945

Pourquoi la mondialisation financière progressa-t-elle très lentement de 1945 aux années 1970 et son rythme s'accéléra-t-il fortement ensuite, particulièrement à partir du milieu des années 1980 ? Cela tient à deux éléments. Le premier est que les contrôles de capitaux restèrent la norme dans les quatre décennies d'après-guerre même s'ils étaient moins contraignants qu'au début des années 1950. Les politiques d'après 1945 (portées par les gouvernements nationaux et le Fonds monétaire international [FMI]) combinaient, en effet, l'objectif d'une restauration

des échanges commerciaux et financiers et la conviction que les contrôles de capitaux étaient nécessaires pour éviter la spéculation sur les monnaies, les crises de change et les dévaluations compétitives qui avaient marqué les années 1930. Deuxièmement, la régulation bancaire et financière était née entre 1930 et 1950, et, très vite, s’y était ajoutée une forte intervention de l’État dans le système financier. Les États (notamment au travers de banques, banques centrales et institutions de crédit publiques) prirent une place prédominante dans le financement des économies. Les mécanismes de marché (et notamment les taux d’intérêt) jouaient un rôle relativement faible dans l’allocation des ressources financières. Dans un tel système, l’investissement national était volontairement financé principalement par l’épargne nationale, et l’intégration financière internationale demeurait ainsi limitée.

À partir des années 1970 et surtout au cours des années 1980, ces deux principes d’organisation des systèmes financiers se trouvent conjointement profondément remis en question. Après la fin du système de Bretton Woods, entre 1971 et 1973, de plus en plus de pays adoptent des taux de change flexibles ; les contrôles de capitaux sont jugés inutiles, inefficaces et ils sont considérés comme des freins à l’investissement. Parallèlement, les États se désengagent du financement de l’économie, l’allocation des ressources se fait de plus en plus par des mécanismes de marchés et par des institutions privées. La voie est ouverte pour un accroissement rapide des flux internationaux de capitaux. La voie s’ouvre également pour un retour des crises financières qui avaient accompagné le développement des marchés au cours de la première mondialisation.

Quels sont les effets de la mondialisation financière ?

À l’évocation de ce processus historique, on peut être tenté de poser la question des bienfaits de la mondialisation financière ? L’histoire nous permet-elle de déterminer quel est

le bon niveau de mondialisation financière ? À vrai dire, elle nous permet surtout d’éviter les raisonnements trop simplistes. Il est en effet indéniable que – au moins en Europe de l’Ouest, en Amérique latine et en Asie du Sud-Est – la période qui va des années 1950 aux années 1970 est celle où la croissance du produit intérieur brut (PIB) fut la plus importante alors que le degré de mondialisation financière était relativement faible (bien que croissant). Et on trouve dans l’histoire, aussi bien au cours de la première que de la seconde mondialisation, de nombreux exemples où les flux internationaux de capitaux vinrent alimenter des investissements peu productifs et des entreprises douteuses et déstabiliser dangereusement la balance des paiements, comme en Asie du Sud-Est à la fin des années 1990. La liberté totale des flux de capitaux ne fut donc pas nécessaire à la croissance et ne fut pas non plus nécessairement vertueuse. Mais les arguments en faveur de la mobilité des capitaux sont aussi probants. L’histoire des années 1930 suggère que les périodes de fermeture, où s’enchaînent les contrôles de capitaux et les dévaluations compétitives, peuvent être dévastatrices pour la croissance et les échanges commerciaux. Quant aux crises financières de la première mondialisation, elles n’avaient pas freiné une expansion économique globale. On peut également avancer l’argument – et c’est sur cette base que repose en partie la défense de la seconde mondialisation financière – que les facteurs de la croissance des années 1950-1970 étaient arrivés à bout de souffle au début des années 1980 et que la liberté retrouvée des flux de capitaux a pu utilement prendre le relais des systèmes financiers domestiques. Une question différente – moins normative – est de savoir si la mondialisation financière accroît ou au contraire réduit les liens entre les cycles économiques des pays. Autrement dit, les cycles économiques sont-ils plus coordonnés lorsque l’intégration financière est forte ? Les théories économiques sont relativement agnostiques quant à la réponse

à donner à cette question. Dans un modèle théorique simple, une plus forte ouverture financière réduit la coordination des cycles économiques, car les investissements de chaque pays sont plus diversifiés (ce qui réduit la probabilité qu'un choc économique dans un pays se transmette à un autre). Mais dès qu'imperfections des marchés et information imparfaite sont introduites dans un modèle théorique, la contagion financière entre pays devient possible et augmente ainsi la synchronisation des cycles économiques. Les données statistiques permettant de mener des études rigoureuses sur les cycles économiques sont relativement limitées pour les périodes avant 1945 (c'est-à-dire avant que les pays développent des systèmes de comptabilité nationale). Mais lorsque l'on regarde la période postérieure à la Seconde Guerre mondiale, on ne trouve pas d'arguments pour affirmer que la coordination des cycles économiques était moindre lorsque la mondialisation financière était plus faible. La synchronisation des cycles économiques fut très forte lors des chocs pétroliers internationaux de 1973 et 1979, ainsi qu'en 2007-2008 en raison de la crise financière mondiale. Si l'on exclut ces périodes, on constate que les cycles économiques n'étaient pas plus coordonnés au cours de la seconde mondialisation financière que pendant la période de Bretton Woods où les contrôles de capitaux étaient encore la norme. Ce résultat peut a priori paraître paradoxal puisque les crises financières furent plus nombreuses depuis les années 1980. Mais, hormis la récente crise financière, ces crises étaient surtout régionales (comme la crise européenne de 1992 et la crise asiatique de 1997-1998) et cela n'avait pas entraîné une synchronisation systématique des cycles économiques mondiaux.

De profondes différences

Comparer la première et la seconde mondialisation financière est sans aucun doute une entreprise fructueuse, permettant de consta-

ter combien certains phénomènes – comme les crises financières – ont eu des précédents historiques. Cela explique pourquoi beaucoup d'historiens et d'économistes se sont livrés à cette comparaison. Les différences entre les deux vagues de mondialisation sont toutefois profondes, et comprendre ces dernières éclaire tout autant la situation actuelle. Nous dressons ci-dessous une liste – sans doute non exhaustive – de ces différences.

Une forte accélération au début des années 2000

Les principaux travaux universitaires comparant les deux mondialisations datent du milieu et de la fin des années 1990. Ils faisaient le constat de la « courbe en U », avec un retour, à la fin du xx^e siècle, au niveau d'intégration financière de 1914. Mais l'intégration financière au début des années 2000 s'est prolongée de manière tellement rapide que certains auteurs ont rapidement parlé d'une « courbe en J », puisque les niveaux de 1914 et du milieu des années 1990 furent très rapidement et très largement dépassés. La crise financière de 2007-2008 a stoppé cette progression, mais le degré d'intégration demeure largement supérieur à celui des années 1990. Le ratio du total des actifs étrangers sur le PIB mondial était égal en 2015 à près du double de son niveau de 1999. Au contraire, les flux de capitaux (en proportion du PIB) sont revenus aux niveaux observés à la fin des années 1990. Ainsi, l'évolution de la mondialisation financière au cours des quinze dernières années semble inédite.

Le système monétaire international

La première phase de mondialisation financière prit place dans un contexte où la livre sterling était la monnaie dominante et où les principales monnaies étaient liées à l'or par des taux de change fixes. Cette mondialisation était donc indissociable du régime d'étalon-or. La confiance dans l'or, la stabilité des prix

et des changes étaient des facteurs décisifs du développement des transactions financières internationales de cette époque. Il n'y a rien de tel dans la phase actuelle de mondialisation financière. Le dollar est la principale monnaie de réserve, mais sa valeur n'est pas garantie par l'or. Certains pays ont encore des régimes de change fixes, mais les changes flottants sont devenus la norme.

Le contexte géopolitique et l'extension du monde

Le XIX^e siècle est le siècle des empires coloniaux et la mondialisation financière de cette période est indissociable de ces empires. Le rôle central de Londres dans les échanges financiers internationaux était en partie lié à l'étendue de l'empire colonial britannique. Plus généralement, le monde d'avant 1914 était encore dominé par un petit nombre de puissances européennes. En 1913, deux tiers des capitaux internationaux provenaient de trois pays : l'Allemagne, la France et le Royaume-Uni.

Lors de la seconde mondialisation, le nombre de puissances financières a augmenté, même si les États-Unis ont remplacé le Royaume-Uni comme principale puissance mondiale. Les sources de financement sont moins concentrées et les flux financiers ne sont plus liés à des empires. De manière encore plus frappante, les pays émergents sont devenus à partir de la fin des années 1990 des exportateurs de capitaux, finançant en particulier le déficit américain. Cette situation peut être assimilée à celle de Bretton Woods (où les États-Unis avaient un déficit de balance des paiements et les pays européens un excès), mais pas à la première phase de mondialisation. Elle renforce l'argument d'une spécificité de la phase de mondialisation des quinze ou vingt dernières années.

Le rôle de la régulation financière

Hormis aux États-Unis, il n'existait pas de régulation bancaire lors de la première

phase de mondialisation. Les marchés financiers étaient quant à eux la plupart du temps régulés (les cotations et les transactions devaient respecter certaines règles) et il existait en France, en Allemagne et en Angleterre des taxes (très modestes) sur les transactions financières. À partir des années 1930, la plupart des pays commencèrent à réguler leur système bancaire et financier. La vague de dérégulation des années 1980 n'a pas entraîné un retour à la situation d'avant 1914. En particulier, les dépôts sont aujourd'hui protégés et les régulateurs possèdent différents instruments visant à limiter le risque pris par les établissements. Il est, en outre, devenu plus commun de renflouer les institutions financières lors des crises afin d'éviter la propagation de ces dernières. La régulation bancaire, d'autant plus lorsqu'elle est internationale comme avec les règles de Bâle, est donc une profonde nouveauté de la seconde mondialisation. Elle donne lieu à de nouveaux enjeux : politiques de stabilité financière, responsabilité du régulateur dans la gestion des risques, développement de techniques de contournement des règles par les institutions financières, risque d'aléa moral dans le cas de sauvetage des banques par les pouvoirs publics, lobbying du secteur financier pour agir sur les régulations, etc.

La nature de la dette publique et des politiques économiques

La seconde mondialisation s'est effectuée dans un contexte fort différent du fait du changement radical, au cours du siècle, de la politique économique et du rôle de l'État. C'est une évidence dont il faut pourtant prendre toute la mesure. Il n'y avait au XIX^e siècle ni État providence ni politiques macroéconomiques. La dette publique finançait des investissements en infrastructures et des dépenses militaires, mais n'était pas liée à des dépenses d'État providence. La finalité de la dette publique a ainsi changé au cours du siècle. Lorsque survient la

seconde phase de la mondialisation, la dette publique est l'héritière des profonds changements du rôle et des dépenses de l'État après 1945. Ainsi, alors que les dettes publiques comptent parmi les actifs les plus échangés au cours des deux mondialisations, les enjeux autour de ces financements, et notamment lors des résolutions de crises des dettes publiques, sont très différents. Ce n'est que depuis la fin du xx^e siècle que des crises de dettes publiques (en Amérique latine, en Grèce, etc.) peuvent donner lieu à des demandes de créanciers – et particulièrement d'institutions publiques internationales – quant à des réformes des dépenses sociales, touchant les systèmes de santé ou les régimes de retraite.

Comme au xix^e siècle, les États de la seconde mondialisation sont des acteurs importants de la mondialisation : leurs dettes sont échangées sur les marchés internationaux, ils déterminent des politiques d'accumulation de réserves de change, ils mettent en place des politiques visant à ce que les institutions financières et les bourses nationales jouent des rôles internationaux prépondérants. Les États de la seconde mondialisation sont toutefois plus engagés dans le fonctionnement de la mondialisation pour au moins deux raisons : par leur rôle de régulateur d'une part, comme nous l'avons souligné auparavant ; par leurs politiques macroéconomiques, d'autre part. Les États du xix^e siècle ne pratiquaient pas systématiquement des politiques budgétaires et monétaires « contracycliques » visant à relancer l'économie ou, au contraire, à modérer les pressions inflationnistes. Ces politiques qui visent à influencer le cycle économique national peuvent également influencer les flux de capitaux, créant des conflits ou des complémentarités entre les objectifs internes et les objectifs externes. Les politiques macroéconomiques et financières des États se retrouvent donc au cœur des flux financiers de la seconde mondialisation.

Le rôle des institutions internationales

Le FMI fut créé en 1945 et le Comité de Bâle en 1974 (il a pour but d'établir un cadre international pour la régulation bancaire). Comme nous l'avons vu, au xix^e siècle, le système monétaire de l'étalon-or n'était pas régi par des règles internationales et aucune institution politique internationale n'était chargée d'émettre des avis sur le bon fonctionnement du système et sur l'adéquation des politiques de chaque pays avec ce fonctionnement. Aucune institution ne jouait un rôle similaire à celui du FMI ou des différentes banques régionales de développement. Lorsqu'un pays connaissait une crise de la dette publique, il devait faire face à un consortium de créanciers privés. En cas de crise de changes, il devait emprunter des liquidités à un autre pays.

Ainsi la coordination des résolutions de crises et les réformes que les pays mettaient en place pour satisfaire leurs créanciers étaient décidées de manière bien différente d'aujourd'hui.

Technologie, communication et structure des économies

La dernière différence entre les deux phases de la mondialisation est sans doute celle qui a reçu le plus d'attention de la part des économistes. Elle a trait aux changements structurels qui ont caractérisé la production économique et la technologie depuis le début du xx^e siècle. Les technologies de transport et de communication étaient évidemment bien plus limitées au cours de la première mondialisation. Les limites technologiques aux transactions financières et à la circulation des produits et de l'information étaient nécessairement plus fortes. En cela, on peut affirmer que la seconde mondialisation est un phénomène bien plus global que la première. Les secteurs qui bénéficiaient de la mondialisation financière étaient plus limités au xix^e siècle. Les flux de capitaux financiers en majorité des infrastructures (en

particulier, la construction de chemins de fer) et les dettes publiques. Lors de la seconde phase de mondialisation, le nombre de secteurs bénéficiant de financements extérieurs s'est accru. Le secteur financier lui-même a considérablement gagné en importance par rapport au reste de l'économie. Ainsi, une large part des transactions internationales (notamment des flux à court terme) se font au sein du secteur financier.

Beaucoup de différences

En dépit de frappantes similarités, la seconde mondialisation financière diffère profondément de la première. La plupart de ces différences proviennent du fait que les institutions politiques et économiques, nationales et internationales, mises en place après la

Seconde Guerre mondiale – au cours de la période pendant laquelle la mondialisation financière était relativement réduite – n'ont pas disparu, même si elles ont évolué. Elles ont donc accompagné la seconde mondialisation, produisant une configuration bien peu ressemblante à celle qui était à l'œuvre lors de la première. En outre, le tournant du ^{xxi}^e siècle a vu la mondialisation financière atteindre un niveau inconnu auparavant et prendre une tout autre forme, avec des flux de capitaux allant des pays émergents vers la première puissance économique mondiale, les États-Unis. Parallèlement, le poids du secteur financier au sein des économies développées atteignait également un niveau inédit. La crise financière de 2007-2008 a atténué ces déséquilibres, mais il n'est pas encore certain qu'une nouvelle phase soit amorcée.

POUR EN SAVOIR PLUS

❖ **BERGER S.** (2003), *Notre première mondialisation : leçons d'un échec oublié*, Éditions Le Seuil, Paris.

❖ **BORDO M. D., EICHENGREEN B. et IRWIN D. A.** (1999). « Is Globalization Today Really Different than Globalization a Hundred Years Ago? », National Bureau of Economic Research, n° w71951999.

❖ **CASSIS Y.** (2010), *Capitals of Capital: the Rise and Fall of International Financial Centres 1780-2009*. Cambridge University Press.

❖ **LANE P. R. et MILESI-FERRETTI G. M.** (2014), « Global Imbalances and External Adjustment after the Crisis », *Working Paper*, International Monetary Fund, n° 14/151.

❖ **MILESI-FERRETTI G. M. et TILLE C.** (2011), « The Great Retrenchment: International Capital Flows During the Global Financial Crisis », *Economic Policy*, volume 26.66, p. 289 à 346.

❖ **MONNET E. et PUY D.** (2016), « Has Globalization Really Increased Business Cycle Synchronization? », *Working Paper*, International Monetary Fund, n° 16/54.

❖ **OBSTFELD M. et TAYLOR A. M.** (2004), *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth*. Cambridge University Press.

❖ **OSTERHAMMEL J.** (2014), *The Transformation of the World: A Global History of the Nineteenth Century*. Princeton University Press.

❖ **PHILIPPONT. et RESHEF A.** (2013), « An international Look at the Growth of Modern Finance », *The Journal of Economic Perspectives* 27.2, p. 73 à 96.

❖ **SCHULARICK M. et TAYLOR A. M.** (2012), « Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008 », *American Economic Review*, volume 102.2, p. 1029 à 1061.

❖ **WOODRUFF W.** (1966), *Impact of Western Man: A Study of Europe's Role in the World Economy, 1750-1960*, Macmillan: St. Martin's P., Londres, Melbourne, New York.