

VI. Comprendre la mondialisation

La mondialisation a eu un impact très positif sur la vie des gens au cours des cinquante dernières années. Pour autant, malgré ces bénéfices substantiels, de nombreuses défaillances de l'économie et de la société modernes lui sont imputées. La mondialisation est en effet l'objet de critiques bien plus sévères que les innovations technologiques ou d'autres tendances séculaires qui ont pu avoir des conséquences beaucoup plus profondes encore. Ce chapitre décrit comment l'accélération de la mondialisation économique - à travers une intégration commerciale et financière accrue - a contribué à une élévation remarquable des niveaux de vie. Les coûts d'adaptation et les risques financiers doivent être pris au sérieux, mais ne justifient pas une remise en cause de la mondialisation¹.

Ouverture commerciale et ouverture financière sont étroitement liées. L'intégration commerciale se fonde certes sur des liens financiers, mais elle tisse également de tels liens. Les banques actives à l'international soutiennent le financement des échanges et suivent leurs clients sur des marchés étrangers. Les échanges en devises peuvent nécessiter une couverture, les contreparties accumulant des positions internationales. Les entreprises peuvent élire domicile dans un pays étranger offrant des compétences ou des ressources attrayantes, afin de s'y constituer des capacités de production et d'exporter ensuite leurs produits. La gestion des actifs et passifs financiers qui se forment au travers des échanges conduit à des liens financiers plus étroits encore, notamment par le biais des échanges internationaux de services financiers.

Le renforcement de l'intégration économique s'est révélé largement bénéfique. La mondialisation a joué un rôle essentiel dans l'élévation des niveaux de vie, et a permis à des pans entiers de la population mondiale de sortir de la pauvreté. L'ouverture commerciale a fortement amélioré la productivité et les opportunités en termes de consommation. L'ouverture financière, outre qu'elle soutient le commerce international, permet d'augmenter les sources de diversification des risques et d'accroissement des rendements. Elle assure par ailleurs une meilleure disponibilité des financements et facilite le transfert de connaissances et de savoir-faire à travers les pays.

La mondialisation soulève aussi des défis bien connus. Les bénéfices des échanges ne sont pas distribués de manière homogène à l'échelle nationale. Les politiques locales ne parviennent pas toujours à apaiser les inquiétudes des laissés-pour-compte de la mondialisation. Les ajustements structurels nécessaires prennent davantage de temps que prévu et souffrent d'imperfections. En outre, à moins qu'elle soit gérée de manière adéquate, la mondialisation financière peut alimenter les risques d'instabilité financière, comme l'a fait la libéralisation financière au niveau local. Et, risque non des moindres au travers de l'instabilité financière, la mondialisation peut accroître les inégalités. Mais la mondialisation a souvent servi de bouc émissaire. Ainsi, de nombreuses données attestent que la mondialisation n'est pas responsable de l'essentiel des inégalités croissantes de revenu au sein des pays.

Vouloir faire machine arrière constituerait une mauvaise réponse à ces problèmes. La mondialisation, tout comme les innovations technologiques, fait partie intégrante du développement économique. Elle devrait, en tant que telle, être correctement orientée et gérée. Les pays peuvent mener à l'échelle locale des politiques visant à renforcer leur résilience. Elles consistent à assurer la flexibilité du

marché du travail et des marchés de produits, ainsi qu'à renforcer la capacité d'adaptation des individus, par exemple au moyen de programmes de reconversion. Du fait de l'étroitesse des liens entre pays, les politiques et autres mesures prises par les États ont nécessairement des retombées au-delà des frontières nationales. C'est pourquoi la coopération internationale doit compléter les politiques locales. En particulier, un système financier international robuste et résilient devrait reposer sur un cadre réglementaire mondial.

Ce chapitre expose d'abord la profonde interdépendance entre ouverture commerciale et ouverture financière, et propose un schéma d'analyse de la mondialisation. Il revient ensuite sur les étapes historiques de la mondialisation, depuis la « première vague » (période qui s'achève avec la Première Guerre mondiale, et à laquelle a succédé le « grand renversement » de l'entre-deux-guerres) jusqu'à la « seconde vague », c'est-à-dire le retour en force de la mondialisation après la Seconde Guerre mondiale. Selon les auteurs, l'idée récente selon laquelle la mondialisation aurait atteint un « pic » est erronée. Dans un troisième temps, le chapitre analyse la manière dont la structure de l'intégration commerciale et financière a évolué durant la seconde vague de la mondialisation. Il aborde ensuite l'impact sur le bien-être des populations, notant la contribution de la mondialisation à la forte croissance des revenus et au recul spectaculaire de la pauvreté, mais aussi les risques que l'ouverture financière crée en termes de stabilité financière. La dernière section, dans le cadre d'observations finales, évoque des mesures politiques susceptibles de renforcer encore les avantages de la mondialisation tout en minimisant les coûts d'adaptation.

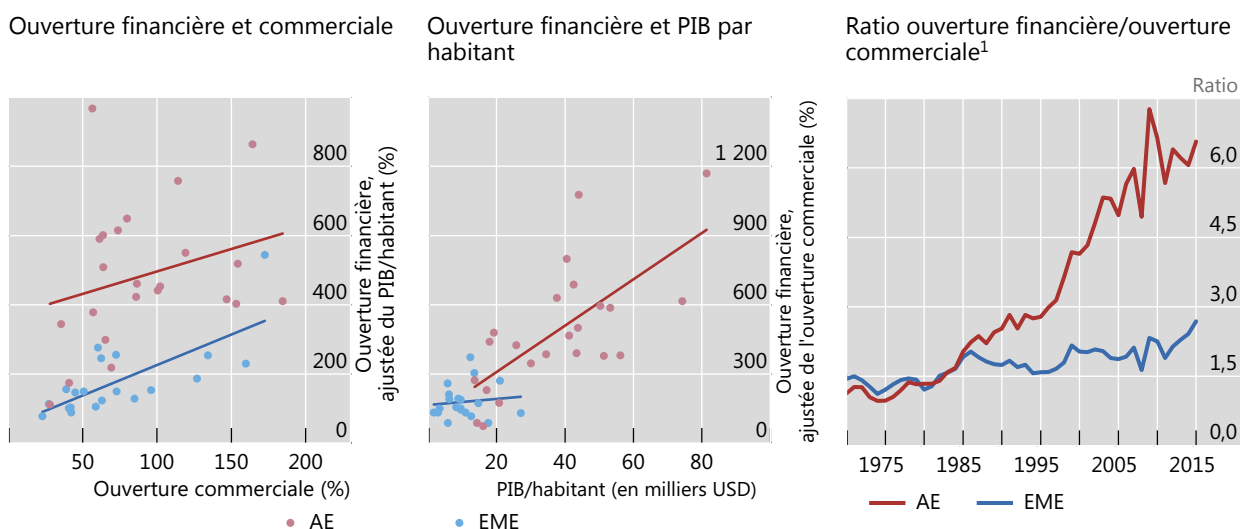
Ouverture commerciale et ouverture financière sont étroitement liées

Le commerce international et l'ouverture financière vont de pair. Les échanges sont facilités par les relations financières (telles que le crédit ou les paiements internationaux) et, à leur tour, produisent des liens financiers, comme l'accumulation d'actifs et de passifs internationaux. Par conséquent, il n'est pas surprenant que les pays les plus ouverts aux échanges aient également tendance à présenter une plus grande ouverture financière (graphique VI.1, cadre de gauche).

La relation entre l'ouverture réelle et l'ouverture financière évolue toutefois selon le degré d'intégration et de développement. En théorie, la mondialisation peut être découpée en trois « strates ». La première et la plus basique consiste dans les échanges de produits de base et de produits finis, auxquels correspondent des liens financiers internationaux simples, comme les paiements transfrontières. La deuxième strate se compose de connexions commerciales et financières plus complexes. Elle inclut les échanges de biens et services intermédiaires associés à la fragmentation de la production entre pays à des fins d'efficacité, et les arrangements financiers qui les accompagnent. La troisième strate comprend les transactions financières de plus en plus utilisées pour gérer de manière active les positions de bilan. Il s'agit des stocks d'actifs et de passifs - et plus généralement, des expositions - créés dans le cadre des deux premières strates, ainsi que de l'allocation et de la diversification de l'épargne (qui ne sont pas nécessairement liées aux échanges). La troisième strate s'accompagne donc d'un certain découplage entre ouverture réelle et ouverture financière.

La relation entre ouverture commerciale et ouverture financière se noue immédiatement dans la première strate. À ce stade en effet, les échanges sont essentiellement tirés par les ressources disponibles et sont directement soutenus par

L'ouverture financière s'accroît avec l'ouverture commerciale et le PIB par habitant Graphique VI.1



Ouverture financière = (actifs étrangers + passifs étrangers)/PIB ; ouverture commerciale = (exportations + importations)/PIB ; ouverture financière tenant compte du PIB/habitant (ouverture commerciale) = ouverture financière moins la part expliquée par l'écart du PIB/habitant par rapport à sa moyenne (ouverture commerciale) dans le cadre d'une régression de l'ouverture financière à la fois sur le PIB/habitant et sur l'ouverture commerciale.

AE (économies avancées) = AT, AU, BE, CA, CH, DE, DK, EE, ES, FI, FR, GB, GR, IT, JP, LT, LV, NO, PT, SE, SI, SK et US ; EME = AR, BR, CL, CN, CO, CZ, HU, ID, IN, KR, MX, MY, PE, PH, PL, RU, SA, TH, TR et ZA.

¹ Médiane des pays répertoriés dans chaque groupe. Sauf CH, CN, CZ, EE, HU, KR, LT, LV, PL, PT, RU, SI et SK.

Sources : Lane et Milesi-Ferretti (2017) ; Banque mondiale ; calculs de la BRI.

une série de services financiers internationaux. Ils sont réglés par des paiements internationaux, lesquels impliquent presque toujours des opérations de change. De fait, les paiements commerciaux sont généralement réalisés dans une monnaie internationale plutôt que dans la monnaie de l'exportateur ou de l'importateur : environ la moitié de tous les échanges mondiaux sont facturés en dollar américain, et près d'un quart le sont en euro (et ce, même en excluant les échanges des États-Unis et des pays de la zone euro, respectivement)². De surcroît, comme les transactions internationales sont longues en raison des délais d'acheminement et des procédures douanières, elles nécessitent un financement supplémentaire. Le crédit commercial bancaire finance un tiers environ des échanges internationaux, les grandes banques d'envergure mondiale assurant entre un quart et un tiers de ces crédits commerciaux³. Les lettres de crédit, par lesquelles les banques garantissent le paiement à la livraison des marchandises, financent un sixième environ du commerce mondial.

Dans la deuxième strate de la mondialisation, les liens financiers internationaux étayent un degré supérieur de spécialisation dans les échanges et la production, notamment dans le commerce de biens intermédiaires. La production peut passer par la détention d'usines à l'étranger au travers de l'investissement direct à l'étranger (IDE), par la sous-traitance à des entreprises étrangères, ou par une fragmentation de la fabrication le long d'une chaîne de valeur mondiale (*global value chain*, GVC). Ce type d'échanges plus complexes peut accompagner la croissance des multinationales, qui desservent de multiples marchés, souvent par l'intermédiaire de filiales étrangères axées sur la production, tout en concentrant la recherche et le développement au sein de la maison mère⁴. Ces structures de production plus sophistiquées nécessitent davantage de financement, souvent sous des formes plus complexes. Les

investissements liés à la GVC peuvent requérir un financement transfrontière, fréquemment en devises. L'extension des chaînes de production peut quant à elle exiger davantage de fonds de roulement et d'expositions en devises.⁵ La finance peut favoriser les échanges en réduisant ces risques, par exemple au moyen de produits dérivés ou d'emprunts en devises accompagnant les flux de revenus.

La troisième strate de la mondialisation se caractérise par les liens financiers complexes noués uniquement à des fins financières. De fait, les stocks d'actifs et de passifs accumulés dans le cadre des deux premières strates nécessitent une gestion financière. Plus généralement, l'offre et la demande de produits et services financiers plus sophistiqués augmentent parallèlement à la richesse des entreprises et des ménages. Dans un sens, les échanges soutiennent aussi cette troisième strate de mondialisation en contribuant à la croissance des revenus. En effet, l'ouverture financière tend à s'accroître fortement lorsque les revenus augmentent (graphique VI.1, cadre central). Cependant, les positions brutes étrangères (actifs et passifs) se développent bien davantage que les positions nettes, soulignant la nature plus indépendante des liens financiers : l'ouverture financière a nettement dépassé l'ouverture réelle depuis la fin des années 1980, en particulier dans le cas des économies avancées (graphique VI.1, cadre de droite).

Les trois strates présentent un certain nombre de points communs. L'un d'entre eux est l'utilisation des monnaies internationales. En tant que première monnaie internationale, le dollar n'est pas seulement la monnaie de la moitié environ des échanges mondiaux, mais aussi celle de quelque 50 % des créances bancaires transfrontières et de plus de 60 % des avoirs en devises des banques centrales. Il sert en outre à 90 % des opérations de change. Le dollar influe donc de manière déterminante sur les conditions financières mondiales (voir aussi Chapitre V). Un autre point commun a trait aux établissements financiers actifs à l'international. Ceux-ci exercent leurs activités dans de nombreux pays, sur différents continents. Leur présence internationale et leur sophistication facilitent le transfert mondial de financement et de risques financiers. Les bilans faisant l'objet d'une gestion consolidée créent des liens financiers internationaux étroits.

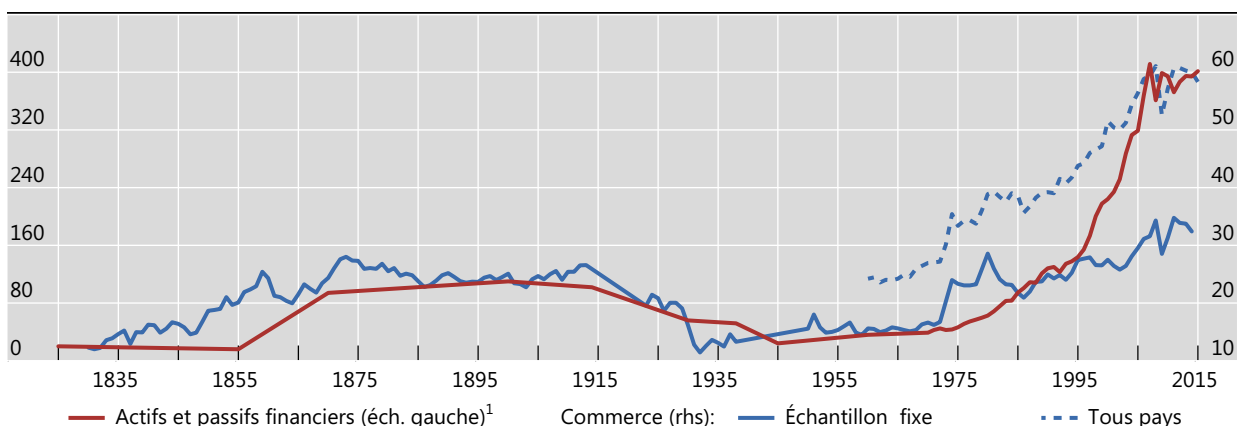
L'évolution de la mondialisation

La première vague de la mondialisation, qui a disparu avec la Première Guerre mondiale et la Grande Dépression, s'est caractérisée par un net développement des liens transfrontières à la fois réels et financiers. L'ouverture commerciale des économies alors dominantes, mesurée par le ratio rapportant la somme des importations et des exportations au PIB, a plus que doublé entre le début des années 1800 et le tournant du siècle, atteignant alors près de 30 % (graphique VI.2).⁶ Le développement de l'ouverture financière, mesuré comme les actifs de placement détenus par les étrangers en pourcentage du PIB, a été tout aussi spectaculaire, en particulier s'agissant des flux de capitaux vers les colonies. Cependant, cette première vague de mondialisation était relativement simple : la plupart des transactions concernaient la première ou la deuxième strate. Elle a pris fin de façon tout aussi impressionnante qu'elle s'était formée : le processus s'est presque totalement inversé durant l'entre-deux-guerres. De nombreux facteurs ont contribué à ce « grand renversement », en particulier un protectionnisme accru, auquel est imputable la moitié environ de la baisse des échanges mondiaux pendant la Grande Dépression.⁷

La seconde vague de la mondialisation économique a dépassé la première

En % du PIB des pays de l'échantillon

Graphique VI.2



¹ Avant 1970, se calcule en multipliant par deux les actifs financiers extérieurs

Sources : Federico et Tena-Junguito (2017) ; Lane et Milesi-Ferretti (2017) ; Obstfeld et Taylor (2004) ; Réserve fédérale : Flow of funds accounts ; Département du Trésor américain ; FMI : statistiques sur la balance des paiements ; Banque mondiale ; Département du Trésor américain ; analyse du McKinsey Global Institute ; calcul de la BRI.

La seconde vague de la mondialisation, qui a commencé après la Seconde Guerre mondiale, a, de loin, dépassé la première. L'ouverture commerciale est allée au-delà du pic atteint avant la Première Guerre mondiale, les pays réalisant davantage d'échanges et étant en outre plus nombreux à commercer. À l'échelle planétaire, l'ouverture commerciale a doublé depuis 1960 (graphique VI.2). Les améliorations dans les transports et les communications ont de nouveau joué un rôle, mais la libéralisation des échanges a constitué un facteur bien plus important qu'au cours de la première vague⁸. La croissance des échanges durant les deux décennies finissant au milieu des années 2000 a été particulièrement rapide : la Chine et les pays de l'ancien bloc communiste ont réintégré le commerce mondial, et la deuxième strate de la mondialisation s'est rapidement développée. La spécialisation, au travers de la répartition des phases de production à travers les frontières nationales, a abouti à une expansion sans précédent des GVC.

L'ouverture financière a progressé parallèlement à l'ouverture commerciale durant les deux vagues de la mondialisation, mais elle a connu un essor particulier pendant la seconde. Les estimations disponibles, bien qu'imparfaites, laissent entendre que l'ouverture financière a plus que triplé par rapport à son pic d'avant la Première guerre mondiale. Les actifs et passifs financiers extérieurs ont bondi, passant d'environ 36 % du PIB en 1960 à quelque 400 % (soit 293 000 milliards de dollars) en 2015.

Le développement rapide de l'ouverture financière depuis le milieu des années 1990 s'est concentré dans les économies avancées. Par rapport au PIB, les positions extérieures des économies avancées et des économies de marché émergentes (EME) étaient à peu près comparables jusqu'au début des années 1990. Depuis lors, les actifs et passifs financiers transfrontières des économies avancées sont montés en flèche, passant d'environ 135 % à plus de 570 % du PIB. Ils ont connu une progression plus lente dans les EME, passant de 100 % à 180 % du PIB.

Échanges commerciaux

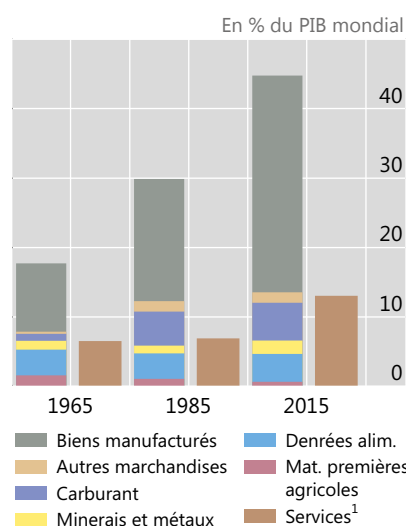
Le commerce a changé de nature durant la seconde vague de la mondialisation. Le développement économique, l'amélioration de l'accès aux marchés, de même que les progrès dans les transports et dans les technologies de l'information et des communications, ont permis d'élargir la gamme des biens échangés. Il y a cinquante ans, les ressources naturelles constituaient un facteur clé des flux commerciaux, une grande partie des échanges relevant de la première strate de la mondialisation. Aujourd'hui, la présence de main d'œuvre qualifiée ou non et l'expertise relative jouent un rôle plus important, la deuxième strate de la mondialisation devenant dominante. Au début des années 1960, les produits alimentaires représentaient près d'un quart des biens échangés, contre moins de 10 % aujourd'hui (graphique VI.3, cadre de gauche). De son côté, le commerce de carburant, de métaux et de minerais est stable, en proportion du PIB (en faisant abstraction des fortes fluctuations des prix de ces produits de base). En revanche, les échanges de services, secteur financier compris, ont nettement augmenté durant les trois dernières décennies, passant de 7 % à 13 % du PIB mondial. De loin, le plus grand changement a été le développement des échanges de biens manufacturés, lesquels comptent aujourd'hui pour plus de la moitié du commerce mondial.

Les GVC ont constitué un moteur clé de la croissance des échanges, notamment en ce qui concerne les biens manufacturés, sous l'effet d'un accès plus aisé aux marchés, de l'amélioration des transports et des progrès technologiques.⁹ Le processus a débuté au milieu des années 1980, les emplois hautement et faiblement qualifiés se situant de plus en plus dans des pays différents. En conséquence, les échanges de biens et services intermédiaires représentent désormais près des deux tiers de l'ensemble du commerce mondial.

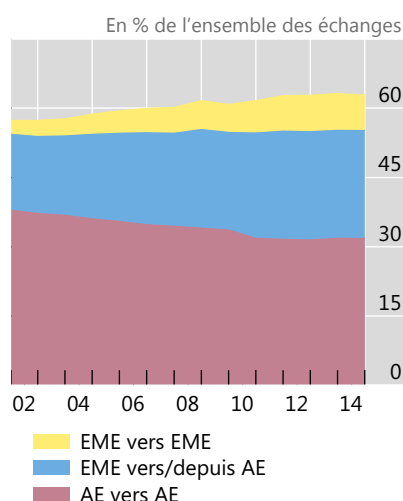
Le commerce est devenu plus complexe avec le rôle croissant des EME

Graphique VI.3

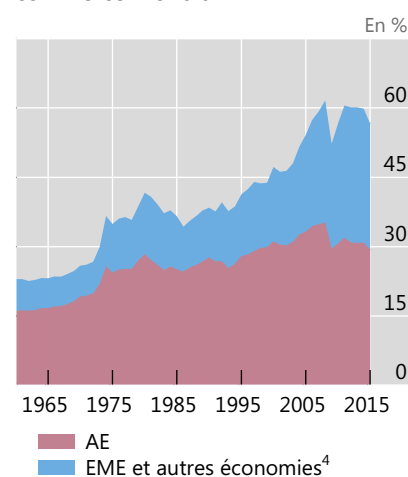
Composition des échanges



Liens entre les pays au sein des GVC²



Contributions à l'ouverture du commerce mondial³



¹ Valeur présumée pour 1965. ² Sur la base des échanges de biens et services intermédiaires. Économies avancées (AE) = AT, AU, BE, CA, CH, CY, DE, DK, EE, ES, FI, FR, GB, GR, IE, IT, JP, LT, LU, LV, MT, NL, NO, PT, SE, SI, SK et US ; EME = BG, BR, CN, CZ, HR, HU, ID, IN, KR, MX, PL, RO, RU, TR, TW et reste du monde. ³ Addition des exportations et des importations du groupe de pays, divisée par le PIB mondial. ⁴ Total mondial moins la part des économies avancées.

Sources : Banque mondiale ; World Input-Output Database ; calculs de la BRI.

La participation des EME aux GVC a considérablement augmenté. En 2014, les EME ont pris part à la moitié des GVC, selon la mesure des échanges en biens et services intermédiaires, contre environ un tiers en 2001 (graphique VI.3, cadre central). La part de ces échanges entre EME a plus que doublé. La Chine à elle seule représente aujourd'hui 19 % des échanges fondés sur les GVC, contre 7 %. Ce faisant, l'intégration commerciale entre les EME a progressé plus vite que celle des économies avancées, parallèlement à la place de plus en plus importante qu'ils occupent dans l'économie mondiale (encadré VI.A ; graphique VI.3, cadre de droite).

Les grandes multinationales dominent le commerce mondial. Ces entreprises, qui exercent des activités dans de nombreux pays, jouent souvent un rôle majeur dans les GVC. Ainsi, aux États-Unis, quelque 90 % des échanges impliquent des multinationales et la moitié d'entre eux se font entre entités d'une même multinationale.¹⁰ Malgré le développement des échanges des EME, les multinationales continuent de jouer un rôle plus important dans les économies avancées.

Finance

L'ouverture financière des économies avancées a nettement accéléré à partir du milieu des années 1990. Les actifs et passifs internationaux ont bondi, la libéralisation financière et l'innovation offrant de nouvelles opportunités de gestion des positions et des risques. Les passifs extérieurs des économies avancées sont passés de moins de 80 % du PIB en 1995 à plus de 290 % en 2015. Chaque composante majeure des passifs extérieurs a au moins doublé en pourcentage du PIB. Mettant en lumière le rôle prépondérant de la troisième strate de la mondialisation, les passifs constitués d'instruments de dette ont quadruplé, et les engagements en actions ont plus que quintuplé.

Le renforcement de l'intégration financière a été particulièrement manifeste dans les économies avancées d'Europe, où l'introduction de l'euro a soutenu les transactions transfrontières (graphique VI.4, cadre de gauche). Entre 2001 et 2007, l'augmentation du ratio des engagements extérieurs des économies avancées a été liée, à hauteur de 23 %, aux transactions financières au sein de la zone euro et, pour 14 %, aux créances financières détenues sur la région par des pays n'en faisant pas partie.

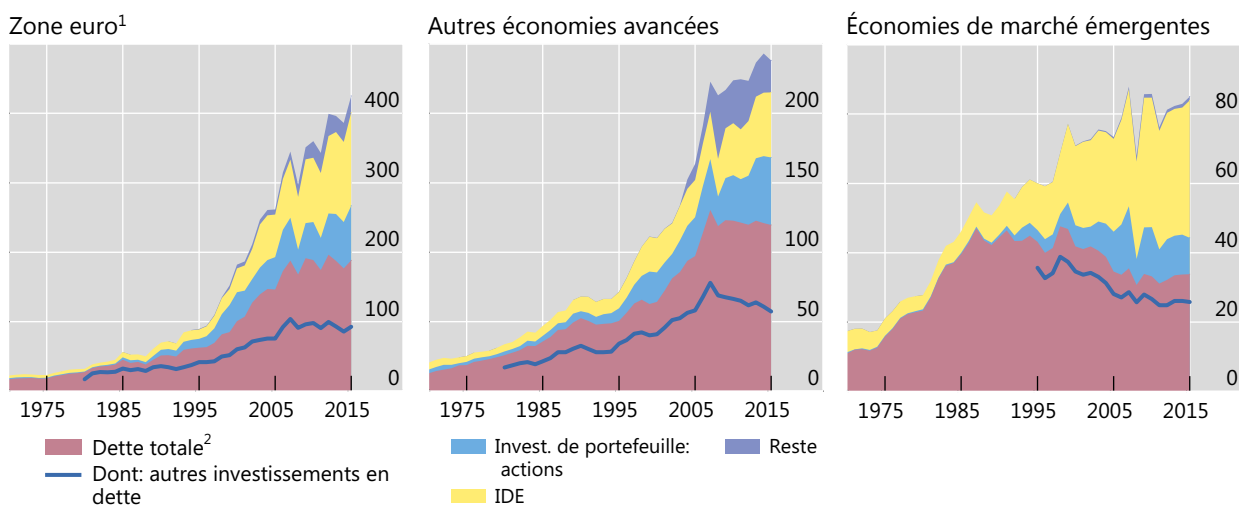
De même que les multinationales jouent un rôle clé dans les échanges mondiaux, les établissements financiers actifs à l'international règnent de plus en plus sur la finance mondiale, notamment dans les économies avancées. Ces groupes géants ont des filiales et des succursales dans de nombreux pays, sur différents continents. Ils participent non seulement à des transactions financières transfrontières, mais aussi aux opérations locales d'emprunts et de prêts, qui ne sont pas classées en tant que transactions internationales dans le cadre comptable de la balance des paiements. En conséquence, les mesures classiques de l'ouverture financière fondées sur la balance des paiements tendent à sous-estimer le degré d'interdépendance mondiale (encadré B, VI.B), comme c'est le cas pour le secteur non financier, où les filiales des multinationales produisent pour leur marché local.

Dans le cas des EME, l'ouverture financière globale n'a progressé qu'un peu plus vite que l'ouverture commerciale, mais la composition des passifs extérieurs a sensiblement évolué pour soutenir un partage des risques accru (graphique VI.4, cadre de droite). La proportion d'actions (recouvrant les investissements de

Évolution différente des positions extérieures dans les économies avancées et les EME

Engagements extérieurs bruts, en % du PIB

Graphique VI.4



La liste complète des pays est disponible à l'adresse http://www.bis.org/statistics/ar2017stats/ar87_c6.xlsx.

¹ Les séries concernant la zone euro s'appuient sur la somme des séries respectives des différents pays ; les positions internes à la zone euro ne sont pas exclues. ² Pour les périodes sur lesquelles les « autres investissements en dette » sont représentés, la différence entre la dette totale et les « autres investissements en dette » renvoie essentiellement à la « dette de portefeuille », une petite partie de la dette demeurant non attribuée.

Sources : Lane et Milesi-Ferretti (2017) ; calculs de la BRI.

portefeuille en actions et la composante actions de l'IDE) a considérablement augmenté depuis le début des années 1980.

Deux facteurs y ont contribué. D'abord, le renforcement de l'intégration commerciale des EME a stimulé les flux en actions, par exemple au travers des GVC. Ensuite, l'amélioration de la qualité institutionnelle, de la gouvernance et des conditions macroéconomiques a aiguisé l'appétit des investisseurs pour les expositions de long terme aux EME. Ces facteurs ont été particulièrement décisifs pour l'IDE, qui est tributaire de considérations macroéconomiques à long terme¹¹.

Toutefois, l'augmentation de la répartition des risques est moindre que ne le suggère la hausse de la proportion totale d'IDE dans les flux de capitaux mondiaux. D'abord, les flux d'IDE ne consistent pas seulement en actions mais également en dette, avec à la clé une moindre répartition des risques. La composante en dette recouvre les flux (non financiers) internes aux entreprises, liés aux émissions extraterritoriales et activités d'investissement des sociétés non financières¹². Dans ce contexte, la composante en dette de l'IDE tend à se comporter davantage comme la dette de portefeuille que comme la composante en actions de l'IDE, laquelle est plus stable. Ensuite, une grande partie de la hausse récente reflète des positions vis-à-vis de centres financiers. Elle traduit donc davantage la plus grande complexité de la structure d'entreprise des multinationales que des investissements dans des projets nouveaux au sens classique¹³.

La composition des actifs extérieurs des EME est très différente de celle de leurs passifs. Cela reflète la manière dont les EME ont réagi au développement de la troisième strate de la mondialisation dans les économies avancées. La taille et la variété croissantes des interactions financières mondiales ont accru la vulnérabilité

des EME aux chocs financiers, comme l'ont montré les crises financières des années 1980 et 1990. Ces crises ont incité les gouvernements de nombreuses EME à accumuler d'importantes réserves de changes. En outre, l'association, dans les EME, de la hausse des revenus, d'une forte épargne et d'une disponibilité limitée d'actifs locaux sûrs, a stimulé la demande du secteur privé en faveur d'actifs d'économies avancées.

La mondialisation a-t-elle déjà atteint son sommet ?

Le rythme de la mondialisation a ralenti depuis la Grande crise financière (GFC) de 2007-2009¹⁴. Les échanges internationaux se sont effondrés pendant la crise et, malgré un rapide rebond, sont restés relativement poussifs (graphique VI.3, cadre de droite)¹⁵. En termes réels, le commerce mondial a à peine suivi le rythme de progression du PIB mondial. Or, depuis le milieu du XIXe siècle, les échanges internationaux ont quasiment toujours connu un rythme d'expansion supérieur à celui du PIB (à l'exception de la période de l'entre-deux-guerres). En termes nominaux, le commerce international ressort encore plus atone, la chute des prix relatifs des biens et services échangés – et notamment des produits de base – l'ayant empêché de suivre la croissance du PIB. La crise a également porté un coup d'arrêt à la progression rapide des mesures classiques de l'ouverture financière fondées sur la balance des paiements. Le stock mondial des actifs et passifs extérieurs était presque stable en 2015 par rapport à son sommet de 2007, à un peu plus de 400 % du PIB mondial, contrastant nettement avec sa hausse de près de 190 points de pourcentage entre 2000 et 2007 (graphique VI.2).

Les interactions entre facteurs réels et facteurs financiers dans les deux premières strates de la mondialisation expliquent en partie la décélération de l'ouverture commerciale et financière. Durant les premières phases de la crise, le durcissement des conditions financières a amplifié l'effondrement des échanges¹⁶. Les exportations de biens de consommation durables et de biens d'équipement plus dépendants des financements ont chuté, et l'appétit pour l'emprunt a diminué, tout comme la disponibilité des fonds. Depuis, d'autres facteurs communs ont revêtu davantage d'importance. L'affaiblissement, lié à la baisse de la demande, des investissements physiques reposant sur les échanges a pesé sur les flux de financements internationaux correspondants. L'atonie de la reprise économique en Europe - région particulièrement ouverte aux plans commercial et financier - a également joué un rôle. De façon plus générale, la régression de l'ouverture commerciale et financière est liée à une volonté de réduction des risques, avant tout de la part des établissements financiers, mais également des entreprises non financières, comme en témoigne le recul des GVC sensibles aux perturbations.

Il convient cependant, au plan financier au moins, d'interpréter avec prudence la pause apparente dans le processus de mondialisation. D'abord, les mesures conventionnelles surestiment quelque peu la réduction de l'ouverture financière. Malgré sa stagnation au niveau mondial, le ratio passifs extérieurs/PIB a continué de croître tant dans les économies avancées que dans les EME après la crise (graphique IV.4). Cette anomalie apparente montre que le niveau de mondialisation financière est bien inférieur dans le cas des EME que dans celui des économies avancées, et que, par conséquent, la part croissante des EME dans le PIB mondial pèse sur la mesure globale de la mondialisation financière. Le développement de l'ouverture financière a considérablement ralenti depuis la crise dans les économies avancées ; en revanche, il s'est poursuivi sans relâche dans les EME.

Ensuite, le recul de la finance a été circonscrit à certains types de flux. Il s'est concentré sur les prêts bancaires transfrontières, une composante qui avait soutenu l'expansion rapide, avant la crise, de la troisième strate de la mondialisation, hautement procyclique¹⁷. En conséquence, une partie au moins de la contraction actuelle reflète le débouclage bienvenu de positions non viables remontant à l'avant-crise¹⁸. En outre, la diminution des prêts transfrontières a été partiellement contrebalancée par un redressement des flux de dette de portefeuille. Les marchés obligataires et les gérants d'actifs, encouragés par le niveau faible, voire nul, des rendements, ont largement pris le relais des banques, dans le cadre de ce qui a été nommé la « deuxième phase de la liquidité mondiale »¹⁹. IDE et investissements en actions ont également continué de croître.

Enfin, la contraction des prêts bancaires ressort moins prononcée lorsqu'elle est mesurée à l'aide d'indicateurs alternatifs de l'ouverture financière. Les chiffres susmentionnés sont fondés sur la *résidence* des entités économiques, qui sert de base à la constitution des statistiques en matière de balance des paiements. Une mesure complémentaire s'appuie sur l'emplacement du siège de ces entités, soit la *nationalité*, et consolide le bilan correspondant. Elle permet de mieux tenir compte de l'entité décisionnelle et s'avère particulièrement pertinente pour les banques actives à l'international, car elle inclut les activités de leurs bureaux à l'étranger. Comme l'indiquent les statistiques bancaires internationales (IBS) de la BRI, cette composante transnationale a été beaucoup plus stable après la crise (encadré VI.B). En outre, il semble que les banques des EME, dont beaucoup ne sont pas couvertes par les données IBS de la BRI, aient nettement accru leur présence au travers de bureaux étrangers. Cette tendance est particulièrement sensible à l'échelle régionale²⁰.

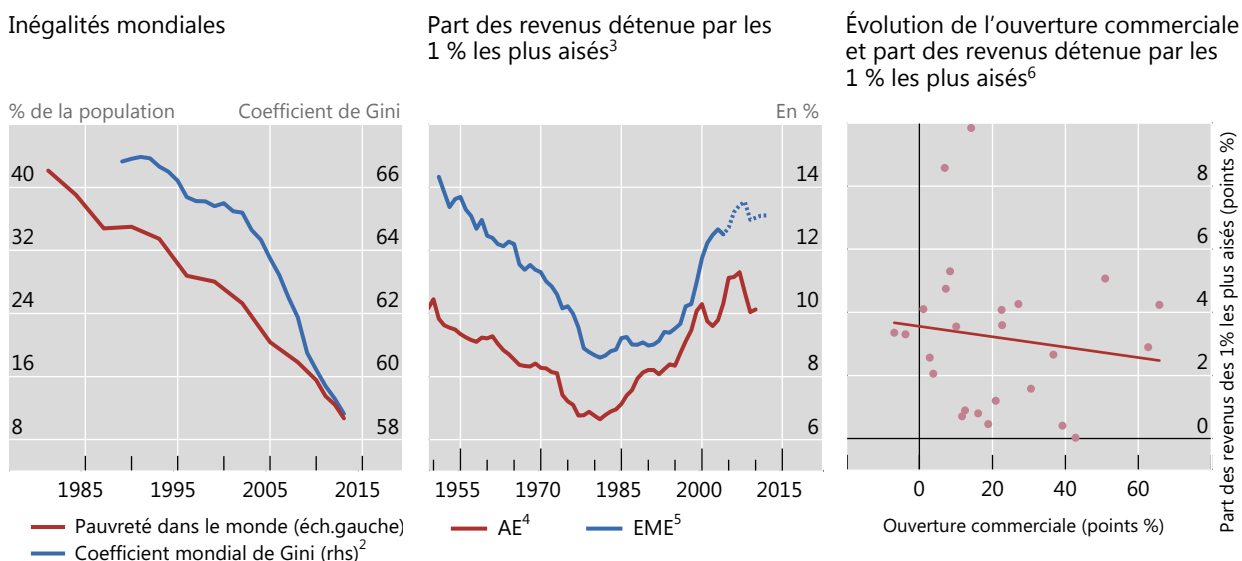
Mondialisation et bien-être

La mondialisation a fortement contribué à l'élévation des niveaux de vie à travers le monde et a soutenu la croissance des revenus. Au cours des trois dernières décennies, la part de la population mondiale en situation de très grande pauvreté a nettement baissé, tout comme les inégalités de revenu à travers les pays (graphique VI.5, cadre de gauche)²¹. Par exemple, la pauvreté a sensiblement reculé en Chine, où le développement des industries exportatrices a joué un rôle clé dans la croissance rapide du PIB et des revenus.

Sur la même période, la hausse des revenus n'a pas été répartie de manière homogène. Les gains les plus importants ont concerné les classes moyennes des EME à croissance rapide et les citoyens les plus aisés des économies avancées. À l'inverse, les classes moyennes supérieures à l'échelle mondiale n'ont guère bénéficié d'une hausse de leurs revenus²². Dans les économies avancées, voire dans de nombreuses EME, les inégalités de revenu internes aux pays ont augmenté. Les 1 % les plus aisés ont capté une part croissante des revenus depuis le milieu des années 1980 (graphique VI.5, cadre central)²³. Durant la période de l'entre-deux-guerres, et pendant plusieurs décennies ensuite, les inégalités de revenu avaient au contraire diminué, sous l'effet de la destruction de capital et des politiques fiscales et réglementaires²⁴. Un certain degré d'inégalité de revenu, correspondant à une rémunération des efforts, peut stimuler la croissance en créant des incitations à l'innovation. De fortes inégalités paraissent en revanche préjudiciables à la croissance et érodent le soutien du public à l'égard de la mondialisation²⁵.

Les inégalités mondiales ont diminué et la hausse des inégalités nationales n'est pas due essentiellement au commerce

Graphique VI.5



¹ Proportion de la population disposant de moins de 1,90 dollar par jour (en PPA 2011). ² Darvas (2016) ; estimation du coefficient de Gini de 128 pays sur la base d'une distribution déterministe lognormale. ³ Moyenne simple des économies citées. ⁴ AU, CA, CH, DE, DK, ES, FR, GB, IE, IT, JP, NL, NO, NZ, SE et US. ⁵ AR, CN, ID, IN, KR, MY, SG et ZA. En raison du manque de données, les lignes pointillées excluent AR, ID et IN. ⁶ Évolution de 1985 à 2012, sauf pour : IN, évolution jusqu'en 1999 ; AR et ID, évolution jusqu'en 2004 ; PT, évolution jusqu'en 2005 ; IE et IT, évolution jusqu'en 2009 ; CA, CH, DK et JP, évolution jusqu'en 2010 ; DE, évolution jusqu'en 2011. Même échantillon de pays que pour le cadre central.

Sources : Darvas (2016) ; Banque mondiale ; World Wealth and Income database.

De solides données empiriques montrent que la mondialisation n'est pas la cause principale de l'augmentation des inégalités à l'intérieur des pays ; les technologies le sont²⁶. Les détracteurs de la mondialisation confondent pourtant souvent les défis qu'elle pose avec les principaux déterminants de nombreuses difficultés économiques et sociales.

Mondialisation et croissance

L'ouverture commerciale comme l'ouverture financière devraient accélérer le rythme de la croissance économique. Les échanges entre les pays augmentent la taille des marchés, ainsi que la concurrence entre les entreprises. Il s'ensuit une meilleure efficacité, la production étant concentrée dans les entreprises les plus productives, quel que soit l'endroit où elles se trouvent. Celles-ci se développent, réalisant des économies d'échelle et renforçant encore leur efficacité, tandis que les entreprises les moins productives déclinent ; au total, la productivité globale s'accroît. Dans l'ensemble, il apparaît que les échanges soutiennent la croissance dans de nombreux pays. Ils bénéficient en outre directement aux consommateurs, lesquels disposent d'un plus grand choix de produits de bonne qualité²⁷.

L'ouverture financière devrait aussi soutenir la croissance en permettant une allocation plus efficace des capitaux et en facilitant le transfert de technologies et de savoir-faire. La capacité à détenir des actifs financiers étrangers accroît les opportunités de meilleurs rendements et de diversification des risques. L'injection de capitaux étrangers peut être une source de financement pour des entreprises auparavant à court de capital, ce qui renforce la concurrence réelle et l'efficacité. L'IDE

peut présenter de plus grands avantages encore au travers du transfert de connaissances et de technologies, et de la diffusion des meilleures pratiques.

Les travaux empiriques n'ont pas tous abouti à la conclusion définitive que l'augmentation de l'ouverture financière entraînait une hausse des revenus ou de la croissance. Une raison pourrait tenir à ce que cette relation est non monotone : les avantages ne peuvent se concrétiser que si certains seuils sont atteints concernant le développement du marché financier du pays destinataire, la qualité des institutions de ce dernier, son dispositif de gouvernance, ses politiques macroéconomiques et son intégration commerciale. Il a également été avancé que les avantages de la dérégulation du compte de capital pourraient être moins directs, et longs à identifier²⁸. Dernier point mais non le moindre, un grand nombre des études empiriques existantes traite l'ouverture commerciale et l'ouverture financière comme des variables indépendantes, supposant donc implicitement que l'intégration commerciale pourrait avoir lieu sans intégration financière. Or, comme indiqué précédemment, ouvertures commerciale et financière tendent à aller de pair.

Mondialisation et inégalités

Le revenu national s'accroît incontestablement avec les échanges. Pourtant, les gains sont inégalement répartis – ce qui constitue une caractéristique générale du dynamisme économique. Les entreprises peu efficaces déclinent face à l'arrivée de nouveaux concurrents, et les nouveaux entrants peuvent mettre du temps à percer sur le marché, du fait par exemple des contraintes réglementaires et financières. Les gagnants et les perdants sont inégalement répartis selon les compétences, les niveaux de revenu et les lieux. Les échanges entre les économies avancées et les EME sont généralement bénéfiques aux travailleurs qualifiés des premières, compte tenu de leur rareté relative à l'échelle mondiale. À l'inverse, les travailleurs non qualifiés des économies avancées sont fortement susceptibles de pâtir de ces échanges, l'abondance de main d'œuvre peu qualifiée dans les EME leur faisant une concurrence croissante. La main d'œuvre peu qualifiée des EME peut profiter de ces relations commerciales. Parallèlement, les échanges entraînent une baisse des prix relatifs des biens avant tout consommés par les ménages à faible revenu, ce qui renforce le pouvoir d'achat relatif de ces derniers²⁹. Ces effets se neutralisant, l'impact net de l'ouverture commerciale sur les inégalités est incertain dans les modèles économiques.

Il existe aussi des canaux opposés, au travers desquels l'ouverture financière pourrait influencer sur les inégalités de revenu. Si l'ouverture financière augmente la capacité d'emprunt des individus à faible revenu, elle peut renforcer leurs opportunités de production de revenus. De fait, il apparaît qu'un meilleur accès au financement (local) peut accroître les revenus des populations pauvres³⁰. D'un autre côté, si l'ouverture financière, et en premier lieu l'IDE, augmente l'intensité capitalistique et favorise le travail qualifié, elle pourrait être particulièrement bénéfique aux individus à revenu élevé. L'ouverture financière pourrait aussi renforcer les inégalités de revenu si les institutions locales n'ont pas la capacité d'empêcher la captation des gains par des groupes d'intérêt³¹.

L'ouverture commerciale et financière peut aussi accroître les inégalités en favorisant les revenus du capital. L'augmentation de la mobilité des biens et des capitaux, par rapport au travail, peut réduire la « capacité de fixation des prix » du travail, exercer des pressions à la baisse sur les salaires et entraver l'imposition du capital, contribuant ainsi à une hausse des taxes sur les revenus du travail³². Comme

les ménages modestes dépendent essentiellement des revenus du travail, ces effets sont susceptibles de creuser les inégalités.

En pratique, l'ouverture commerciale et financière semble n'avoir contribué que marginalement à la hausse des inégalités de revenu (graphique VI.5, cadre de droite). S'agissant de la mondialisation financière, cet impact a probablement été plus sensible dans les pays à faible revenu³³. Les technologies semblent avoir été le facteur dominant : les revenus du travail qualifié, lequel fait davantage appel aux technologies, ont fortement progressé³⁴.

Si le recul de la part du travail a été lié à la mondialisation, il apparaît que celle-ci n'en constitue pas le seul facteur. Cette diminution ne s'est pas produite dans certains pays très ouverts, comme la France ou le Royaume-Uni, ni dans certains secteurs comme l'agriculture, les services financiers et les services aux entreprises. En outre, dans de nombreuses économies, la part du travail a reculé le plus dans des services et services aux collectivités auparavant réglementés, qui pour beaucoup ne font pas l'objet d'échanges, et où les rendements ont baissé sous l'effet de réformes structurelles. Dans un certain nombre d'autres pays, le recul de la part du travail s'explique principalement par la forte hausse des loyers (y compris les loyers imputés aux propriétaires)³⁵.

Il faut noter que l'impact des échanges sur les inégalités dépend des obstacles à l'adaptation. Dans certains cas, des contractions économiques persistantes ont été observées, de manière localisée, dans des domaines affectés défavorablement. La baisse de l'emploi et des salaires dans des entreprises concurrencées par les importations a été renforcée par la diminution des achats de leurs fournisseurs, souvent situés à proximité. Ce type de situation pèse sur les dépenses au sens large de la communauté³⁶. Ces effets peuvent être durables en absence de mobilité de la main d'œuvre.

Mondialisation et stabilité financière

De par son impact sur la stabilité financière, la mondialisation peut affecter la croissance économique, la pauvreté et les inégalités. Les crises financières peuvent aboutir à une perte permanente de revenu, avoir un effet dévastateur sur la pauvreté et accroître les inégalités³⁷.

À l'instar d'une libéralisation financière mal gérée au niveau local, une ouverture financière sans limite peut contribuer à l'instabilité financière, à moins que des garde-fous suffisants aient été mis en place. Ce n'est pas un hasard si les crises financières, qui avaient été relativement fréquentes pendant la première vague de la mondialisation, ont été peu nombreuses durant la période de répression financière qui a traversé les années 1970. Les crises financières qu'ont connues les EME dans les années 1980 et 1990 se sont caractérisées par des inversions brutales des flux de capitaux internationaux. Dans le cas de la GFC, les retombées se sont largement propagées d'un système financier national à l'autre. En outre, l'ouverture financière pourrait nuire à la stabilité financière en limitant l'efficacité des politiques monétaires indépendantes menées au niveau local³⁸.

Les épisodes passés d'instabilité financière ont mis en lumière trois mécanismes majeurs de propagation internationale. Premièrement, la forte mobilité des capitaux internationaux peut avoir un effet particulièrement procyclique, amplifiant les phases d'euphorie financière comme les phases de retournement. Deuxièmement, le risque de change, notamment en dollar, propage le durcissement des conditions financières

mondiales et expose les pays à des pertes de change. Troisièmement, l'étroitesse des liens financiers entre les établissements actifs à l'international peut contribuer à la diffusion des tensions financières, même si elle peut aussi jouer un rôle d'amortisseur lorsque les difficultés sont d'origine locale.

Le crédit international a nettement favorisé la procyclicité. De tels flux tendent à avoir un impact procyclique sur les cycles économique et financier du pays destinataire. Les prêts bancaires transfrontières et les flux de dette de portefeuille présentent une corrélation positive avec les cycles économique et financier locaux³⁹. Les flux d'IDE tendent pour leur part à être acycliques, tandis que les flux d'actions vers les économies avancées semblent même être légèrement contracycliques.

La relation étroite entre le crédit transfrontière et le crédit local peut augmenter les risques menaçant la stabilité financière. Le crédit transfrontière tend à amplifier les phases d'expansion du crédit domestique en agissant comme source de financement marginale : la composante transfrontière dépasse généralement la composante locale durant les phases d'expansion financière, notamment celles qui précèdent des tensions financières sévères⁴⁰.

Les flux de dette sont également sensibles aux facteurs mondiaux. En particulier, les flux de prêts et d'obligations à destination des EME sont sensibles à l'aversion mondiale pour le risque et à la vigueur du dollar (graphique VI.6, cadre central et cadre de droite). De fait, l'aversion généralisée pour le risque, ou tout au moins son indicateur historique (l'indice VIX), a un impact non négligeable sur les prêts bancaires, y compris à destination des économies avancées. Cette sensibilité semble toutefois avoir diminué dernièrement⁴¹. En revanche, il apparaît que la sensibilité des prêts bancaires transfrontières et des flux de dette de portefeuille à la politique monétaire américaine se soit fortement renforcée depuis la GFC⁴².

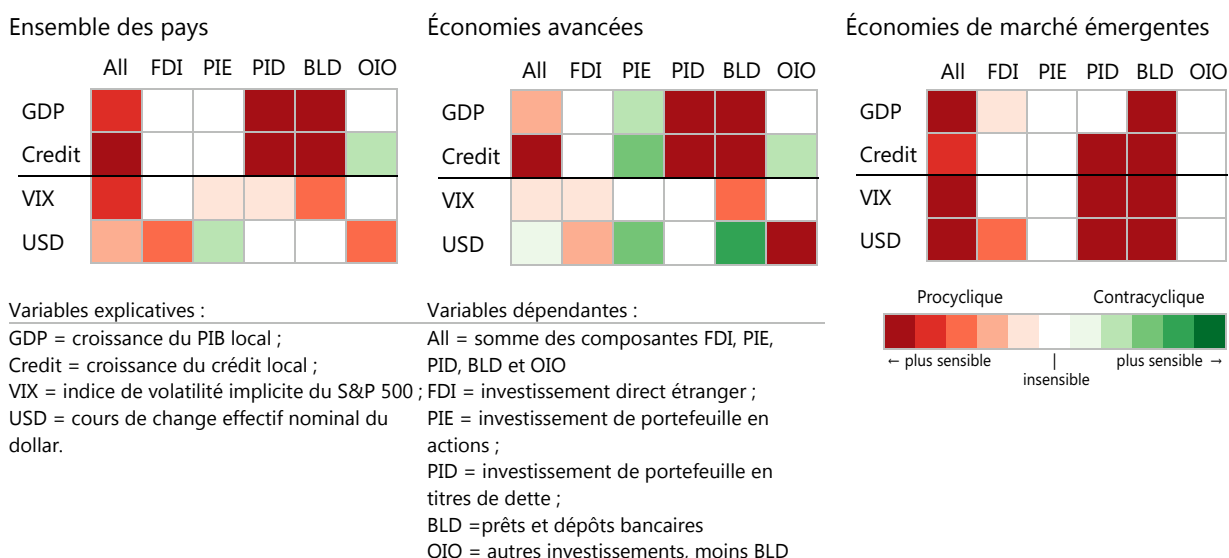
La forte sensibilité des flux de capitaux à la politique monétaire américaine est un signe de l'« élasticité excessive » du système monétaire et financier international - de sa capacité à amplifier les phases d'expansion et de contraction financières, et donc à entraîner des coûts considérables en termes macroéconomiques⁴³. Il existe deux principaux canaux par lesquels l'interaction des régimes de politique monétaire crée cette élasticité excessive. Dans le premier canal, les paramètres de la politique monétaire des principales économies se diffusent dans le reste du monde au travers de la résistance à l'appréciation des taux de changes, généralement sur la base d'inquiétudes quant à la perte de compétitivité (impact réel) et à la possibilité d'un bond des flux de capitaux (impact financier). Le second est lié au fait que le rayon d'action des grandes monnaies internationales dépasse largement leurs juridictions nationales respectives⁴⁴.

Ce canal des monnaies internationales est particulièrement puissant s'agissant de la première de ces monnaies, à savoir le dollar. L'encours de crédits en dollar à destination des emprunteurs non bancaires situés hors des États-Unis, qui est un indicateur clé des conditions mondiales de liquidité, atteignait 10 500 milliards de dollars fin 2016. Du fait du rôle extérieur considérable que joue le dollar, l'évolution de la politique monétaire aux États-Unis influe fortement sur les conditions financières dans les autres pays (encadré VI.C). Comme les banquiers centraux – y compris ceux qui contrôlent les grandes monnaies internationales – sont avant tout préoccupés par les conditions locales, leur action pourrait involontairement finir par contribuer aux déséquilibres financiers bien au-delà de leur propre pays. En particulier, dans le contexte de la politique monétaire américaine exceptionnellement accommodante, les crédits en dollar aux emprunteurs non bancaires des EME ont

Les flux de dette sont plus procycliques que les flux d'actions

Synthèse des estimations de coefficient de régression, par économie récipiendaire

Graphique VI.6



Pour les composantes « GDP » et « Credit », procyclique (contracyclique) renvoie à une relation positive (négative), tandis que pour « VIX » et « USD », procyclique (contracyclique) renvoie à une relation négative (positive). Le code couleur de chaque case se fonde sur un indice reflétant la signification statistique globale des coefficients respectifs obtenus à partir d'une série de régressions. La variable dépendante de chaque régression est la catégorie respective de flux de capitaux (pondérée du PIB) ; chaque régression comporte une variable explicative locale et une variable explicative mondiale, ainsi que des effets fixes propres aux pays.

Sources : FMI : Statistiques sur la balance des paiements et Perspectives de l'économie mondiale ; Bloomberg ; BRI : indices des cours de change effectifs et statistiques bancaires territoriales ; calculs de la BRI.

presque doublé entre 2008 et 2016, passant de 1 600 milliards à 3 600 milliards de dollars sur cette période.

L'un des canaux clés au travers desquels la politique monétaire américaine affecte les conditions financières à l'extérieur des États-Unis est le taux de change du billet vert. Dans le « canal de la prise de risque des fluctuations de change », la dépréciation d'une monnaie de financement internationale embellit le bilan des emprunteurs bénéficiant d'une asymétrie de devises et stimule la prise de risque des prêteurs. Ce canal est particulièrement pertinent pour les flux de dette extérieure vers les EME (graphique VI.6, cadre de droite). Il peut également influencer plus particulièrement les échanges de produits manufacturiers au travers des GVC, qui sont très sensibles aux conditions financières⁴⁵.

L'intermédiation des monnaies mondiales, notamment du dollar, crée aussi des liens étroits entre les banques actives à l'international. La GFC a montré à quel point une telle interdépendance propageait les tensions financières à travers les plus grandes banques du monde, qu'elle a contraintes à se désendetter à l'échelle internationale. Par conséquent, les réformes prudentielles engagées dans le sillage de la GFC se sont concentrées sur le renforcement de la résilience des banques internationales, qui constituent la clé de voûte de l'intermédiation financière mondiale.

Tirer le meilleur de la mondialisation

La forte accélération de la mondialisation au cours des cinquante dernières années a été très bénéfique à l'économie mondiale. L'ouverture aux échanges a renforcé la concurrence et assuré la diffusion des technologies, soutenant les gains d'efficacité et la productivité globale. La croissance plus soutenue des revenus qui en a résulté a contribué à une réduction remarquable de la pauvreté à l'échelle mondiale et à une baisse des inégalités de revenu à travers les pays. La capacité à obtenir des biens et des services moins chers et de meilleure qualité en provenance du monde entier a également eu pour effet direct d'augmenter le niveau de vie des ménages. Les bénéfices de la mondialisation, qui plus est, ne tiennent pas seulement aux échanges. L'ouverture financière est très étroitement associée à l'ouverture commerciale : les liens financiers soutiennent certes les échanges, mais résultent également de ceux-ci. Correctement gérée, l'ouverture financière peut aussi, de manière autonome, assurer une élévation des niveaux de vie par le biais d'une allocation plus efficace du capital et des transferts de savoir-faire.

Mais si la mondialisation améliore les niveaux de vie, elle présente aussi des défis. Premièrement, ses bénéfices ne sont pas également distribués. La répartition des gains de l'ouverture commerciale et financière doit être gérée de façon à produire un résultat équitable au sein des sociétés, et à assurer un soutien continu des politiques de renforcement de la croissance et des tissus économiques, commerce mondial compris. Cependant, d'autres facteurs, et plus particulièrement les technologies, ont joué un rôle prépondérant dans l'augmentation des inégalités de revenu. De même qu'il ne saurait être question de revenir sur les avancées technologiques, faire machine arrière dans le processus de mondialisation serait extrêmement préjudiciable en termes de niveaux de vie.

Deuxièmement, l'ouverture financière expose les économies à des forces extérieures susceptibles de les déstabiliser. Ce risque, à l'instar de ceux qui accompagnent la libéralisation financière à l'échelle locale, peut être géré en élaborant des filets de sécurité appropriés. Le commerce mondial et la finance internationale étant étroitement liés, notamment dans les deux premières strates de la mondialisation, tirer les bénéfices des échanges serait impossible sans la finance internationale. C'est pourquoi la solution, en termes de politique, ne consiste pas à réduire l'ouverture financière, mais plutôt à en gérer minutieusement les risques.

Les difficultés liées à la gestion des évolutions économiques ne se limitent pas à la mondialisation. De même qu'avec d'autres tendances séculaires, des politiques bien pensées peuvent contrebalancer les coûts d'adaptation associés à la mondialisation, et renforcer les bénéfices de celle-ci.

Au niveau local, les pays peuvent mener des politiques soutenant la résilience. Comme cela est le cas avec les technologies, des marchés flexibles du travail et des produits ainsi que des mesures renforçant les capacités d'adaptation, tels que des programmes de reconversion, peuvent réduire toute perturbation résultant des échanges. Des politiques ciblées, par exemple des initiatives régionales en faveur de l'emploi, peuvent aussi contribuer à neutraliser les pertes persistantes subies par certains segments de la société⁴⁶.

Des cadres politiques et institutionnels robustes, conçus pour assainir les systèmes financiers, sont indispensables pour tirer pleinement les bénéfices de l'ouverture financière. Il est important que les pays disposent de leur propre boîte à outils en matière de stabilité financière⁴⁷. Des régimes macroprudentiels bien définis,

sur une base microprudentielle solide, sont donc nécessaires. Autre élément indispensable, la capacité à remédier directement à tout problème de surendettement et de qualité des actifs susceptible d'apparaître dans les phases de contraction financière, afin de restaurer les bilans et d'améliorer la solvabilité globale.

Les EME ont pris d'importantes mesures dans cette voie depuis le milieu des années 1990. Celles-ci sont allées de pair avec une amélioration de la structure des positions extérieures, contribuant à réduire la vulnérabilité aux facteurs externes, y compris par un renforcement considérable des positions extérieures nettes, une augmentation sensible des réserves de change et une hausse de la part de l'IDE⁴⁸.

La coopération internationale destinée à gérer les interdépendances mondiales doit venir en complément des politiques locales. Le rôle spécifique joué par les établissements financiers mondiaux et les monnaies internationales dépasse le commerce mondial et les interactions financières en lien direct avec les deux premières strates de la mondialisation. Une approche réglementaire commune, convenue au niveau international, est nécessaire pour garantir que les responsables politiques gèrent correctement les risques financiers mondiaux, notamment ceux qui sont associés à la troisième strate, hautement procyclique. Comme les politiques et les mesures engagées par les pays au niveau local affectent d'autres pays, le multilatéralisme est essentiel pour parvenir aux meilleurs résultats pour tous.

Concernant les établissements financiers mondiaux, la première des priorités est d'achever les réformes financières internationales en cours. Ces réformes joueront un grand rôle dans l'amélioration de la résilience du système financier mondial. Un cadre réglementaire mondial concerté - y compris des mécanismes de partage d'information transfrontière - constitue la base d'une supervision efficace des banques actives à l'international. Un tel régime favorise en outre une égalité concurrentielle, condition préalable à l'efficacité et à la solidité du système à l'échelle mondiale.

Concernant les monnaies internationales, des mécanismes efficaces de gestion des crises demeurent importants et nécessitent bien évidemment une coopération mondiale. Les banques centrales s'appuient sur le succès de la coopération durant la GFC. Des accords d'échange de devises existent déjà entre les banques centrales des principales zones monétaires, ou peuvent être mis en place rapidement si nécessaire. Ces mécanismes pourraient être quelque peu renforcés, même si les questions de gestion des risques et de gouvernance ne sont pas négligeables. Cependant, il convient de mettre davantage l'accent sur la prévention d'une accumulation des déséquilibres financiers. Au minimum, cela impliquerait que la formulation des politiques prenne plus systématiquement en considération les risques de contagion et les effets de retour⁴⁹.

La coopération internationale est également indispensable au-delà de la finance, afin d'assurer une concurrence équitable dans les échanges mais aussi dans des domaines comme la fiscalité. Les accords commerciaux multilatéraux constituent le socle commun le plus vaste pour optimiser l'efficacité. Les liens commerciaux et financiers permettent aux entreprises, et notamment aux grandes multinationales, de prendre des décisions concernant leur production et la déclaration de leurs bénéfices de façon à minimiser leurs impôts. Éviter ce type de situation peut garantir un partage de la facture fiscale entre des capitaux très mobiles et une main d'œuvre moins mobile, et remédier ainsi aux inégalités de revenu. La mise en œuvre de mesures bien pensées tant au niveau local qu'à l'échelle internationale peut permettre à la mondialisation de rester une source considérable de bénéfices pour l'économie mondiale et le niveau de vie des individus.

Cartographie de la mondialisation

Les liens commerciaux et financiers ne sont pas répartis de manière homogène à travers les pays. Les pays proches géographiquement et semblables économiquement tendent à présenter une ouverture commerciale bilatérale supérieure (tableau VI.A, cadre supérieur gauche)①. Par conséquent, l'ouverture commerciale intrarégionale (chiffres en diagonale dans le cadre supérieur gauche) tend à être supérieure à l'ouverture commerciale interrégionale (chiffres en dehors de la diagonale). Les économies avancées d'Europe constituent, de loin, la région présentant la plus grande ouverture interne. Cependant, au cours des 15 dernières années, l'ouverture commerciale intrarégionale n'a guère évolué au sein des économies avancées, alors qu'elle s'est nettement développée au sein des EME (tableau VI.A, cadre inférieur gauche). Ce phénomène a coïncidé avec l'augmentation des échanges entre les économies avancées et les EME, sous l'effet, principalement, de la croissance et du développement de ces dernières.

Soulignant le poids des deux premières strates de la mondialisation, dans lesquelles ouvertures réelle et financière sont étroitement liées, des similitudes manifestes apparaissent dans l'évolution des liens bilatéraux

Répartition des liens bilatéraux commerciaux, concentration des liens financiers

Liens bilatéraux interrégionaux, commerciaux et financiers, en pourcentage du PIB de la région

Tableau VI.A

Liens commerciaux								Liens financiers							
2015								2015							
Importateurs								Emprunteurs							
	AEu	OA	EEu	EA	LA	AME		AEu	OA	EEu	EA	LA	AME		
Exportateurs	AEu	20,9	1,4	2,7	1,5	0,6	1,5	AEu	86,2	23,6	7,6	4,5	5,9	5,3	
	OA	1,0	7,7	0,2	1,9	1,3	0,5	OA	20,5	31,0	0,7	4,1	4,1	2,1	
	EEu	3,1	0,2	9,0	0,6	0,2	1,0	EEu	2,1	0,3	1,8	0,2	0,1	0,0	
	EA	1,9	2,8	0,8	12,0	1,0	1,6	EA	0,9	1,7	0,3	2,4	0,3	0,8	
	LA	0,5	1,5	0,2	0,7	3,5	0,3	LA	0,7	1,0	0,0	0,0	1,5	0,0	
	AME	1,1	0,6	0,4	2,0	0,2	5,4	AME	3,5	2,0	0,5	0,5	0,3	5,5	
Évolution entre 2001 et 2015								Évolution entre 2001 et 2015							
Importateurs								Emprunteurs							
	AEu	OA	EEu	EA	LA	AME		AEu	OA	EEu	EA	LA	AME		
Exportateurs	AEu	0,3	0,1	1,2	0,4	0,1	0,5	AEu	31,5	8,4	4,8	2,6	1,9	2,6	
	OA	-0,1	-0,4	0,1	0,3	0,3	0,2	OA	7,7	17,9	0,4	2,3	1,7	1,4	
	EEu	1,5	0,1	2,6	0,1	0,1	0,6	EEu	1,6	0,1	1,2	0,0	0,1	0,0	
	EA	0,4	0,6	0,3	4,1	0,5	0,7	EA	0,3	1,0	0,3	0,2	0,2	0,6	
	LA	0,1	0,3	0,1	0,4	0,2	0,1	LA	0,6	0,7	0,0	0,0	0,6	0,0	
	AME	0,0	0,0	0,1	0,5	0,0	2,5	AME	2,2	1,7	0,4	0,5	0,3	4,4	



Économies avancées : AEu = économies avancées d'Europe ; OA = autres économies avancées.

EME : AME = Afrique et Moyen-Orient ; EA = économies émergentes d'Asie ; EEu = économies émergentes d'Europe ; LA = Amérique latine.

Dans chaque case, le numérateur renvoie à la somme des liens bilatéraux (financiers ou commerciaux) des pays, et le dénominateur est égal à l'addition des PIB des deux régions, corrigée de tout lien bilatéral manquant. La liste complète des pays est disponible à l'adresse http://www.bis.org/statistics/ar2017stats/ar87_c6.xlsx.

Sources : FMI, Enquête coordonnée sur les investissements de portefeuille et Statistiques sur l'orientation des échanges et CNUCED, Foreign Direct Investment Statistics ; statistiques bancaires territoriales de la BRI ; calculs de la BRI.

financiers et commerciaux^②. À l'image des liens commerciaux, les liens financiers bilatéraux transfrontières les plus solides s'observent entre et au sein des régions économiques avancées (tableau VI.A, cadre supérieur droit). En outre, de même qu'avec les échanges internationaux, il existe des liens financiers étroits entre les économies avancées et émergentes d'Europe, entre l'Amérique du Nord et l'Amérique latine, et entre tous les groupes d'économies avancées et les économies émergentes d'Asie. Ces similitudes dans la géographie des liens réels et financiers reflètent les deux premières strates de la mondialisation.

Cependant, dans le cadre de la troisième strate, des différences importantes se font jour dans l'évolution des liens réels et financiers. Ainsi, les liens financiers bilatéraux sont plus concentrés que les liens bilatéraux commerciaux. Les liens les plus forts - au sein des économies avancées d'Europe - sont sensiblement plus profonds que les liens entre économies avancées et EME, ou que ceux observés au sein des EME.

L'évolution des liens financiers et celle des liens commerciaux ont largement différé au cours des deux dernières décennies. Si le commerce intra-EME a connu une nette augmentation (en particulier entre EME d'une même région), ce n'est pas le cas des flux financiers, à l'exception de l'Afrique et du Moyen-Orient (tableau VI.A, cadre inférieur). Le fait que les flux financiers se soient beaucoup plus accrûs entre les économies avancées qu'entre les EME suggère qu'en dépit de la Grande crise financière (GFC), l'innovation et le développement financiers demeurent bien plus rapides dans les économies avancées (partie supérieure gauche du cadre inférieur droit). Il s'agit là d'un signe manifeste de la troisième strate de la mondialisation.

① Il s'agit d'une conclusion persistante dans la littérature sur le commerce international ; voir par exemple Bergstrand, J., (1985), « The gravity equation in international trade: some microeconomic foundations and empirical evidence », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 67, n° 3, pp. 474-81. ② Les trois strates de la mondialisation, comme indiqué dans le texte principal, renvoient à des degrés croissants de sophistication des liens entre les économies. Elles concernent (i) le commerce de produits de base et de produits finis, auxquels correspondent des liens financiers internationaux simples, comme les paiements transfrontières ; (ii) les liens commerciaux et financiers plus complexes, dont la fragmentation de la production à des fins d'efficacité, et les arrangements financiers qui les accompagnent ; et (iii), les transactions financières de plus en plus utilisées pour gérer de manière active les positions de bilan, y compris les stocks d'actifs et de passifs créés par les deux premières strates.

L'activité bancaire en proie à la démondialisation financière ?

La théorie selon laquelle la mondialisation aurait déjà atteint son sommet postule que le commerce mondial ne progresse plus au même rythme que le PIB mondial, ce qui pourrait aller à l'encontre de la stratégie de croissance économique tirée par les échanges. Selon une théorie parallèle, la finance mondiale a dépassé son pic et la « démondialisation » financière a commencé. En particulier, des observateurs ont vu dans les statistiques bancaires internationales le signe de cette démondialisation financière. Les auteurs de cet encadré s'inscrivent en faux contre cette théorie.

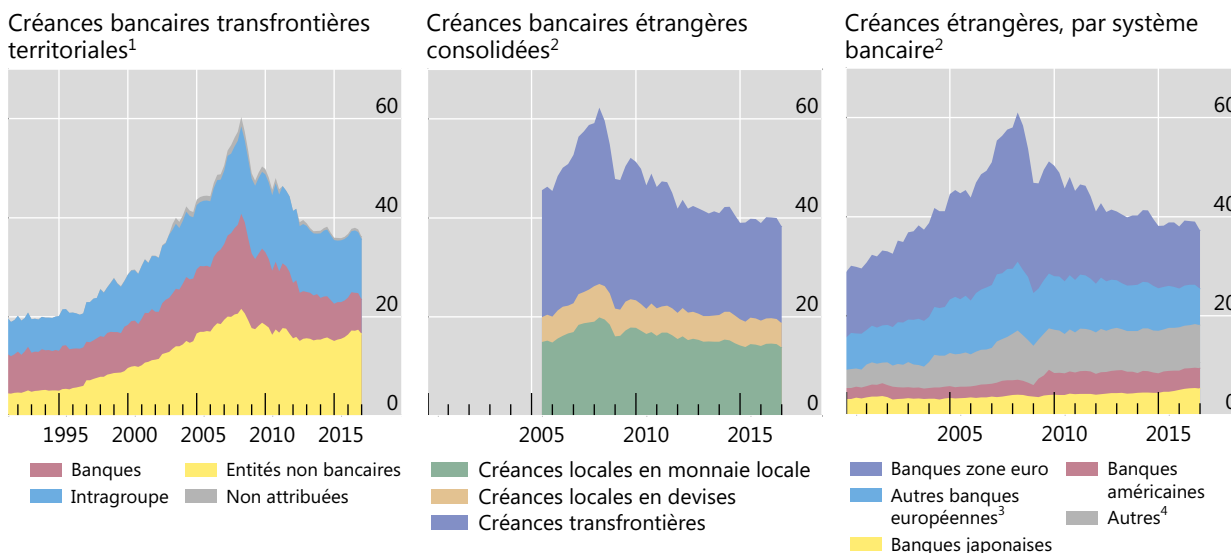
Les données de la BRI sur les positions bancaires transfrontières semblent indiquer que la démondialisation bancaire a commencé lors de la Grande crise financière (GFC) de 2007-2009 et s'est poursuivie depuis. Le graphique VI.B.1 (cadre de gauche) montre que les créances transfrontières déclarées par les banques dans plus de 40 juridictions, après avoir culminé à 60 % du PIB mondial en 2007, ont ensuite diminué, demeurant inférieures à 40 % du PIB mondial depuis 2013. Ces chiffres sont collectés sur la base (territoriale) de la balance des paiements. De tels stocks d'actifs extérieurs servent fréquemment à mesurer l'intégration financière internationale^①.

L'une des limites de l'utilisation des actifs extérieurs est que ceux-ci comptabilisent deux fois certaines positions, tout en ignorant d'autres positions pertinentes. Accorder la priorité au lieu où l'activité bancaire est exercée peut être utile dans une discussion sur les agrégats macroéconomiques, comme l'emploi ou la valeur ajoutée. Cependant, les créances transfrontières ne sont peut-être pas le meilleur outil pour analyser l'évolution de la mondialisation dans le secteur bancaire. De fait, elles comptabilisent deux fois les positions dans lesquelles le siège d'une banque finance une succursale dans un centre financier comme Londres (zone bleue, cadre de gauche) avant de prêter à l'étranger. Parallèlement, les positions locales des banques (celles qui sont comptabilisées par une filiale étrangère sur les pays

Démondialisation ? Perspective territoriale et perspective consolidée

En % du PIB mondial

Graphique VI.B.1



¹ Créances transfrontières totales sur les emprunteurs du monde entier (positions intragroupe incluses) déclarées par les banques dans tous les lieux de déclaration. ² Créances étrangères consolidées sur les emprunteurs du monde entier (positions intragroupe exclues) détenues par des banques ayant leur siège dans tous les pays déclarants. Les créances étrangères comprennent à la fois les créances transfrontières et les créances locales des filiales étrangères des banques, mais excluent les créances sur les résidents des pays d'origine des banques. La répartition, au sein des créances locales, entre les créances en monnaies locales et les créances en devises est établie en appliquant la proportion des créances locales (toutes monnaies confondues) dans les créances étrangères, issues des statistiques consolidées sur la base du risque ultime, à la valeur totale des créances étrangères dans les statistiques sur la base de l'emprunteur direct. ³ Banques ayant leur siège en CH, DK, GB, NO et SE. ⁴ Banques ayant leur siège en AU, BR, CA, CL, HK, IN, KR, MX, PA, SG, TR et TW.

Sources : FMI, Perspectives de l'économie mondiale ; BRI, statistiques bancaires consolidées (sur la base de l'emprunteur direct et du risque ultime) et territoriales.

d'accueil de sa filiale. Sur une base consolidée, il s'agit pourtant bien de positions étrangères : la banque détient une créance sur un emprunteur hors de son pays d'origine, même si celle-ci est comptabilisée, voire financée, localement.

Les statistiques bancaires consolidées de la BRI, agencées par nationalité (selon le lieu d'implantation du siège des banques), fournissent une meilleure perspective sur la démondialisation bancaire. D'abord, les positions locales n'ont pas autant diminué que les positions transfrontières (graphique VI.B.1, cadre central). Certes, la soustraction des créances intragroupe et l'addition des créances locales se compensent à peu près ; par conséquent, le cadre central et le cadre de gauche illustrent des évolutions similaires. Néanmoins, la perspective consolidée montre clairement que la réduction de l'activité bancaire internationale est largement circonscrite aux banques européennes (graphique VI.B.1, cadre de droite).

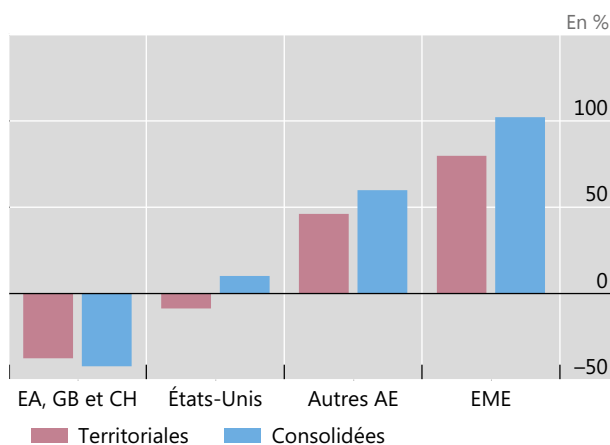
Le fait que la démondialisation apparente soit davantage un phénomène régional que mondial est manifeste lorsque la croissance des actifs selon le lieu de comptabilisation est comparée à la croissance des actifs selon la nationalité des banques (graphique VI.B.2, cadre de gauche). Les banques ayant leur siège en Europe ont représenté plus de la moitié du recul mondial : les créances étrangères de ces banques ont baissé de plus de 9 000 milliards de dollars, tandis que celles des banques américaines, des banques d'autres économies avancées et des EME ont augmenté. L'ampleur de la démondialisation apparente dans le secteur bancaire reflète la taille que présentaient les banques européennes avant la GFC, et la diminution qu'elles ont ensuite connue.

La réduction des créances étrangères des banques européennes est davantage imputable à un désendettement (cyclique) consécutif à une offre bancaire surabondante, qu'à une tendance structurelle à la démondialisation. S'il

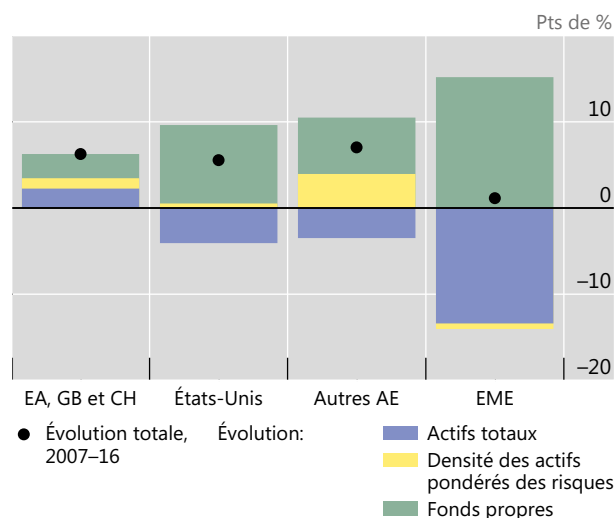
Les banques européennes cèdent des actifs étrangers pour renforcer leur capitalisation

Graphique VI.B.2

Croissance des créances territoriales/consolidées, 2007-2016¹



Évolution des ratios fonds propres/actifs pondérés, 2007-2016²



¹ Territoriales : EA (zone euro), GB et CH = AT, BE, CH, DE, ES, FI, FR, GB, GR, IE, IT, LU, NL et PT ; autres AE (économies avancées) = AU, CA, DK, HK, JP, NO, SE et SG ; EME = BR, CL, IN, KR, MX, MY, PA, TR et TW. Consolidées : EA (zone euro), GB et CH = AT, BE, CH, DE, ES, FI, FR, GB, GR, IE, IT, NL et PT ; autres AE (économies avancées) = AU, CA, DK, HK, JP, NO, SE et SG ; EME = BR, CL, IN, MX, PA, TR et TW. Données sur les États-Unis (US) corrigées des ruptures dans les séries de données. ² Échantillon de plus de 100 banques détenant un actif total d'au moins 100 milliards de dollars en 2014. EA (zone euro), GB et CH = AT, BE, CH, DE, ES, FR, GB, GR, IE et IT ; autres AE (économies avancées) = AU, CA, DK, HK, NO, SE et SG ; EME = CN, IN, KR, MY, TR et TW. Le graphique décompose la variation du ratio CET1 (*common equity Tier 1* – actions ordinaires et assimilées) en composantes cumulatives. La variation totale est représentée par les points noirs. La contribution d'une composante donnée est indiquée par la hauteur du segment correspondant. Une contribution négative signifie que la composante a eu un effet de réduction du ratio de fonds propres. Tous les chiffres sont des moyennes pondérées en fonction du total de l'actif à fin 2016.

Sources : Cohen, B. et Scatigna, M. (2016), « Banks and capital requirements », *Journal of Banking and Finance*, vol. 69, suppl. 1, pp. S56-S69 ; SNL ; statistiques bancaires territoriales et consolidées de la BRI ; calculs de la BRI.

existe une tendance commune des grandes banques à augmenter le ratio de leurs fonds propres par rapport à leurs actifs pondérés des risques depuis la crise de 2007-2009 (voir les points noirs sur le graphique VI.B.2, cadre de droite), les banques européennes sont les seules à l'avoir fait en partie en réduisant leurs actifs totaux (bâton violet en territoire positif). Ailleurs, les grandes banques ont réuni des fonds propres suffisants au travers de leurs bénéfices et de l'émission d'actions, tout en augmentant leurs actifs totaux. Autrement dit, les banques européennes n'ont pas levé suffisamment de capitaux pour assurer l'amélioration de cinq points de pourcentage de leurs ratios de fonds propres pondérés des risques, et ont donc dû procéder également à des cessions d'actifs. Compte tenu de l'ampleur des activités des banques européennes à l'étranger, leur retrait a été sensible dans le monde entier^②. En effet, à l'exception des banques espagnoles, du fait d'un biais en faveur de leur pays d'origine, les banques tendent à « épargner » leurs créances domestiques lors de leurs cessions d'actifs.

Le repli sur leur propre marché de banques ayant subi des pertes peut refléter leurs anticipations d'une baisse des rendements à l'étranger ou un renforcement de l'aversion pour le risque, compte tenu notamment des pertes accusées à l'étranger. Il peut aussi traduire des choix politiques, dans un contexte de vaste soutien public aux banques et de mesures de politique monétaire non conventionnelles ciblant les prêts intérieurs^③. Ainsi, la tendance des banques européennes à épargner leur marché domestique dans le cadre de leur processus de désendettement pourrait être liée aux politiques menées. Dans tous les cas, les statistiques bancaires consolidées mettent en lumière l'origine régionale de l'évolution apparente des agrégats mondiaux.

^① Lane, P. et Milesi-Ferretti, G. (2017), « International financial integration in the aftermath of the global financial crisis », *IMF Working Papers*, n° WP/17/115. ^② McCauley, R., Bénétrix, A., McGuire, P. et von Peter, G. « Financial deglobalisation in banking? », *BIS Working Papers*, à paraître. ^③ Forbes, K., Reinhart, D. et Wieladek, T. (2016), « The spillovers, interactions, and (un)intended consequences of monetary and regulatory policies », *Journal of Monetary Economics*, vol. 85, pp. 1–22.

La mondialisation et les effets d'entraînement des taux d'intérêt

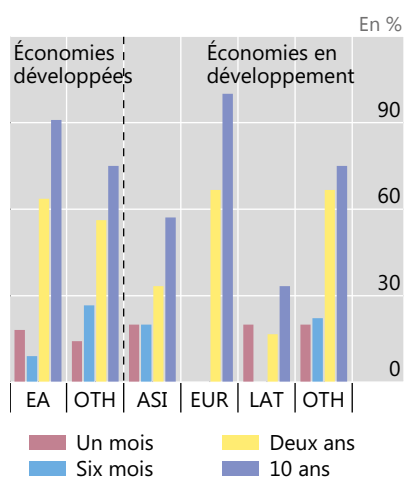
L'accélération de la mondialisation s'est accompagnée d'une nette augmentation du comouvement des prix des actifs mondiaux. Ainsi, la corrélation des rendements des emprunts souverains à 10 ans des économies avancées a plus que doublé au cours des deux dernières décennies par rapport aux deux précédentes. Compte tenu des évolutions multiples qu'ont connues les liens réels et financiers entre les pays, il est difficile d'établir si le comouvement des prix des actifs est le reflet de facteurs communs ou d'effets d'entraînement à partir de certains pays. Une façon de clarifier les choses consiste à étudier la réaction des prix des actifs internationaux à une évolution inattendue (un « choc ») provenant manifestement d'un pays.

Les annonces de politiques monétaires sont un bon exemple de choc, dans la mesure où elles sont avant tout liées aux conditions locales. Comme les prix des actifs intègrent tous les événements attendus, le choc doit être mesuré en tant que changement inattendu de la politique monétaire, et inclure des informations sur la trajectoire à venir de cette politique^①. La réaction des taux d'intérêt à un choc de politique monétaire dans un pays étranger est estimée sur la base d'une régression de l'évolution quotidienne des taux d'intérêt locaux sur le choc venant de l'étranger, à partir du changement des taux d'intérêt étrangers à court et long termes dans une fenêtre de 25 minutes autour de l'annonce de politique monétaire^②. La réaction des taux d'intérêt à un mois, six mois, deux ans et 10 ans est analysée pour un échantillon de 47 économies avancées et EME.

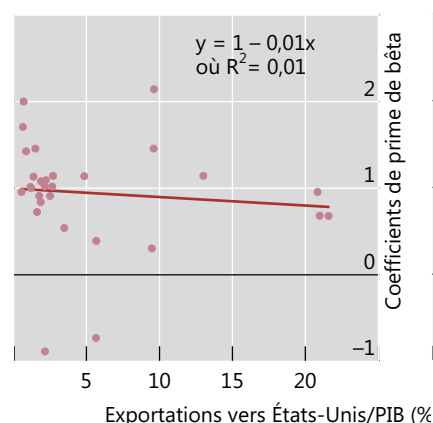
Les effets d'entraînement des taux d'intérêt tiennent aux liens financiers plutôt qu'aux liens commerciaux

Graphique VI.C

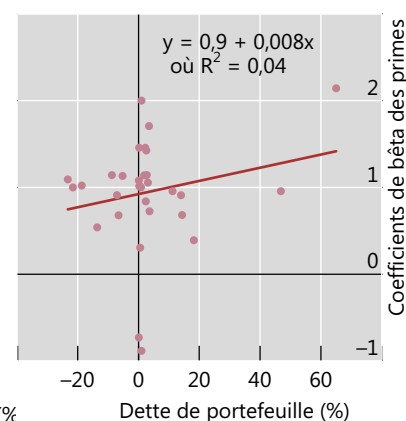
Proportion de pays dont les taux d'intérêt réagissent fortement aux chocs émanant des États-Unis¹



Corrélation de l'ouverture commerciale et de la sensibilité des taux d'intérêt aux chocs émanant des États-Unis²



Corrélation de l'ouverture financière et de la sensibilité des taux d'intérêt aux chocs émanant des États-Unis³



Économies développées : EA (zone euro) = AT, BE, DE, ES, FI, FR, GR, IE, IT, NL, PT ; OTH = AU, CA, CH, CZ, DK, GB, HK, IL, JP, KR, NO, NZ, SE, SG, TW, US.

Économies en développement : ASI = CN, ID, IN, MY, PH, TH, VN ; EUR = PL, RO, TR ; LAT = BR, CL, CO, MX, PE, VE ; OTH = NG, PK, RU, ZA.

¹ Proportion de pays affichant une réaction significative d'un point de vue statistique à un choc sur les taux d'intérêt américains sur le segment des swaps indiciaires au jour le jour (OIS) à un mois et six mois et des rendements à deux ans et à 10 ans. Les échantillons régionaux de pays suivent la classification du FMI. ² Graphique à points des coefficients de la régression de la diffusion des primes à terme des rendements à 10 ans par rapport au ratio des exportations de chaque pays vers les États-Unis en pourcentage de leur PIB. La corrélation n'est pas significative du point de vue statistique. ³ Graphique à points des coefficients de la régression de la diffusion des prime à terme des rendements à 10 ans par rapport au ratio des actifs de dette de portefeuille en pourcentage du PIB. La corrélation est significative du point de vue statistique à une valeur p de 0,12.

Source : Kearns, J., Schrimpf, A. et Xia, D., « The monetary spillover matrix: explaining interest rate spillovers », *BIS Working Papers*, à paraître.

Les résultats mettent en lumière une diffusion significative entre pays, notamment dans le cas des taux d'intérêt à long terme et à partir des États-Unis. Ainsi, les rendements obligataires à 10 ans montrent une forte réaction en termes statistiques dans 34 des 47 pays étudiés en cas de choc venu des États-Unis, mais dans la moitié seulement de ces pays en cas de chocs affectant les taux d'intérêt en euro, et dans cinq à huit pays en cas de chocs provenant de cinq autres banques centrales d'économies avancées. Ces réactions sont importantes du point de vue économique : pour la médiane des pays, les rendements à long terme augmentent de 4 points de base en réaction à une hausse de 10 points de base des primes à terme aux États-Unis. L'impact particulièrement prononcé des annonces relatives à la politique monétaire américaine tient au rôle prépondérant joué par le dollar sur les marchés financiers internationaux. Les effets d'entraînement à l'échelle internationale sont également bien plus marqués en ce qui concerne les taux d'intérêt à long terme. S'agissant des taux d'intérêt à un mois et six mois, seuls huit pays connaissent un effet de contagion sensible des taux d'intérêt américains. En revanche, dans le cas des rendements obligataires à deux ans et à 10 ans, 23 et 34 pays respectivement affichent une réaction prononcée (graphique VI.C, cadre de gauche).

Les effets d'entraînement des taux d'intérêt sont plus étroitement liés à l'ouverture financière qu'à l'ouverture commerciale. Leur intensité ne paraît pas liée à l'ouverture commerciale, mesurée par le ratio rapportant les échanges au PIB (graphique VI.C, cadre central). En revanche, elle est corrélée aux mesures de l'ouverture financière. Ainsi, il existe une relation significative du point de vue statistique entre l'intensité des effets d'entraînement des taux d'intérêt et l'ouverture financière mesurée par le ratio des actifs de dette de portefeuille rapportés au PIB (graphique VI.C, cadre de droite).

① Les chocs utilisés sont repris de Ferrari, M., Kearns, J. et Schrimpf, A. (2017), « Monetary policy's rising FX impact in the era of ultra-low rates », *BIS Working Papers*, no 626. La réaction des taux d'intérêt aux chocs de politique monétaire étrangère en provenance de sept banques centrales est évoquée dans Kearns, J., Schrimpf, J. et Xia, A., « The monetary spillover matrix: explaining interest rate spillovers », à paraître. ② Trois chocs sont utilisés pour couvrir toute l'étendue des informations contenues dans l'annonce de politique monétaire : (i) l'évolution du taux d'intérêt OIS à un mois (« choc sur le taux cible »), (ii) l'évolution du rendement obligataire à deux ans, qui est perpendiculaire au premier choc (« chocs sur la trajectoire ») et (iii) l'évolution du rendement obligataire à 10 ans, qui est perpendiculaire aux deux premiers chocs (« chocs sur la prime à terme »).

Notes

- ¹ Ce chapitre ne traite pas des flux migratoires entre pays, un autre aspect important de la mondialisation. Borjas (2015) étudie les gains que pourraient apporter, en termes de PIB, les mouvements migratoires dans un monde sans frontières. Il y aurait à l'évidence de nombreux obstacles à la réalisation de ces gains. En outre, ce chapitre utilise des mesures *de facto* de l'ouverture réelle et financière, sur la base de résultats observés, plutôt que des mesures *de jure*, fondées sur les restrictions réglementaires et juridiques. Les mesures *de facto* fournissent généralement un meilleur indicateur de l'ouverture réelle, les mesures *de jure* ne tenant pas compte du caractère effectif des contrôles ou de la protection implicite.
- ² C'est particulièrement le cas dans les EME, avec une proportion de quelque deux tiers contre un tiers dans les économies avancées, selon des calculs fondés sur les données utilisées par Casas et al. (2016). Voir également Ito et Chinn (2015).
- ³ Voir Comité sur le système financier mondial (2014). De manière empirique, il apparaît que les banques étrangères soutiennent les exportations des EME en contribuant à fournir des financements externes et des garanties de paiement (Claessens et al. (2015)).
- ⁴ Ainsi, les ventes des filiales des multinationales américaines sont très étendues : elles couvrent leur propre marché (pour plus de la moitié), des pays tiers (à hauteur d'un tiers) et les États-Unis eux-mêmes (11 %) (Antràs et Yeaple, (2014)). Les multinationales sont non seulement plus actives en termes d'IDE et d'échanges, mais elles assurent également une répartition des technologies en concentrant la recherche et le développement au sein de la maison mère, et en affectant la production à leurs filiales (Keller, (2000)). Dans cette deuxième strate, le transfert de connaissances et d'idées peut non seulement favoriser les échanges, mais aussi servir de substituts à ceux-ci – idée reprise par Baldwin (2016).
- ⁵ Voir Kim et Shin (2016) sur les liens entre la longueur de la chaîne de production et l'intensité des financements externes requis.
- ⁶ Le degré précis d'ouverture commerciale varie légèrement selon les estimations mais son profil reste similaire ; voir Federico et Tena-Junguito (2016), Klasing et Milionis (2014) et Estevadeordal et al. (2003).
- ⁷ Irwin (2002) attribue la moitié de la baisse du commerce mondial entre 1929 et 1932 à l'augmentation des droits de douane, des quotas d'importations et des contrôles des changes.
- ⁸ Constantinescu et al. (2017) avancent par exemple que les accords commerciaux ont accru les échanges de 2 % par an depuis 1995, tandis que selon Meissner (2014), les épisodes de croissance rapide ont vu les échanges augmenter plus rapidement que le PIB.
- ⁹ Pour un panorama des chaînes de valeur mondiales, voir Elms et Low (2013), Kowalski et al. (2015), OMC (2014) et les références ici présentes.
- ¹⁰ Voir Antràs et Yeaple (2013), et Bernard et al. (2009).
- ¹¹ Concernant les facteurs contribuant à la croissance des investissements en fonds propres et en particulier de l'IDE, voir Kose et al. (2009) et Koepke (2015).
- ¹² Voir Avdjiev et al. (2014) et Gručić et al. (2014).
- ¹³ Voir Lane et Milesi-Ferretti (2017).
- ¹⁴ Voir discussion et références dans Caruana (2017).
- ¹⁵ De nombreuses études ont été consacrées à la chute, puis à l'atonie, des échanges. Voir par exemple Baldwin (2009), Constantinescu et al. (2015, 2017), BCE (2016), Hoekman (2015), FMI (2016), et Haugh et al. (2016).
- ¹⁶ Amiti et Weinstein (2011), Ahn et al. (2011), Chor et Manova (2012) et Cheung et Guichard (2009) invoquent le rôle du durcissement des conditions financières dans la chute des échanges, tandis que Paravisini et al. (2015) et Levchenko et al. (2010) avancent le contraire.
- ¹⁷ Voir Milesi-Ferretti et Tille (2011).
- ¹⁸ Voir par exemple Borio (2014) et Caruana (2017).
- ¹⁹ Voir Shin (2013).
- ²⁰ Voir Claessens et van Horen (2015) et CSFM (2014).

- ²¹ Pour un panorama des inégalités de revenu au niveau mondial, voir Bourguignon (2015), Lakner et Milanović (2015), Deaton (2013) et Milanović (2013). Voir aussi Pereira da Silva (2016).
- ²² Voir Milanović (2013).
- ²³ Une tendance similaire se dégage pour les 10 % les plus aisés, mais les données antérieures à 1980 sont moins complètes pour cette mesure.
- ²⁴ Voir Piketty et Saez (2014).
- ²⁵ Selon Dabla-Norris et al. (2015), l'augmentation de la part des revenus détenus par les 20 % les plus aisés réduit la croissance (mais l'augmentation de la part des revenus détenus par les 20 % les moins aisés la soutient). Ostry et al. (2014) parviennent à la même conclusion en utilisant le coefficient de Gini pour mesurer les inégalités. Halter et al. (2014) suggèrent que les inégalités stimulent la croissance à court terme, mais pas à long terme.
- ²⁶ Voir Cline (1997) et FMI (2007).
- ²⁷ De nombreux articles ont été consacrés à la relation entre les échanges et la croissance ; voir Frankel et Romer (1999), Irwin et Terviö (2002), Lee et al. (2004) et Noguera et Siscart (2005). Broda et Weinstein (2006) montrent que l'augmentation de la diversité des biens est une importante source de gains offerte par les échanges.
- ²⁸ Kose et al. (2006) proposent un examen approfondi et concluent que les avantages sont indirects et difficile à évaluer. Rodrik et Subramanian (2009) et les références fournies ici soulignent le manque de preuves irréfutables de l'existence d'avantages tangibles de la mondialisation financière. Certaines recherches concluent toutefois que la libéralisation financière et du marché des capitaux stimule la croissance ; voir par exemple Alfaro et al. (2004), Bekaert et al. (2005), et Klein et Olivei (2008).
- ²⁹ Voir Fajgelbaum et Khandelwal (2016).
- ³⁰ Beck et al. (2007) concluent qu'un meilleur accès au financement accroît les revenus des pauvres. Cette conclusion a été récemment confirmée par Ben Naceur et Zhang (2016) pour la plupart des mesures du développement financier, mais pas pour la libéralisation financière. Une diminution des restrictions sur les activités bancaires peut aussi soutenir les revenus des ménages pauvres ; voir Beck et al. (2010).
- ³¹ Voir Claessens et Perotti (2007).
- ³² Autor et al. (2017) montrent que la diminution de la part du travail dans le PIB est essentiellement tirée par la réallocation entre entreprises, plutôt que par une baisse de la moyenne pondérée de la part du travail au sein-même des entreprises. Ils lient cette observation au fait que les entreprises les plus productives de chaque secteur sont les principales bénéficiaires de la mondialisation.
- ³³ Le fait que l'ouverture financière augmente les inégalités de revenu est une conclusion largement partagée dans la littérature spécialisée. Voir par exemple Cabral et al. (2016), Figini et Görg (2011), FMI (2007) et Jaumotte et al. (2013). En outre, elle ne concerne pas de manière prépondérante les EME. Ainsi, Denk et Cournède (2015) concluent que, même dans les pays de l'OCDE, le développement financier renforce les inégalités de revenu, et qu'il n'est pas établi que les crises financières en sont la cause.
- ³⁴ Si de nombreuses études montrent que l'ouverture commerciale a réduit les inégalités (Jaumotte et al. 2013, FMI (2007)), et probablement aussi le chômage (Görg, 2011), cette conclusion tranche avec l'examen des études par pays effectué par Goldberg et Pavcnik (2007). Ces conclusions opposées pourraient tenir au fait que d'autres facteurs influencent la relation entre les échanges et les inégalités. Ainsi, Milanovic (2005) établit que l'ouverture financière diminue la part des revenus des pauvres dans les pays à faible revenu, mais l'augmente dans les pays à revenus élevés.
- ³⁵ Pour une vue d'ensemble du recul de la part du travail, voir OIT et OCDE (2014), et Karabounis et Neiman (2014).
- ³⁶ Voir Autor et al. (2013).
- ³⁷ Borio et al. (2011) évoquent la façon dont les capitaux internationaux peuvent favoriser les excès financiers au niveau local. La plupart des études montrent que les crises financières renforcent les inégalités ; voir Bazillier et Héricourt (2014), de Haan et Sturm (2017), Atkinson et Morelli (2011), Baldacci et al. (2002) et Li et Yu (2014). Certaines études n'aboutissent toutefois pas à cette conclusion : Denk et Cournède (2015), Honohan (2005) et Jaumotte et Osorio Buitron (2015). Ces divergences pourraient être dues au fait que l'impact des crises sur les inégalités semble plus sensible dans les EME que dans les économies avancées ; voir Galbraith et Jiaqing (1999) et Agnello et Sousa (2012). Chen et Ravallion (2010) soulignent l'impact important des crises financières sur la pauvreté.

- ³⁸ Voir Rey (2015).
- ³⁹ Pour d'autres données empiriques sur la procyclicité des flux de capitaux eu égard à la croissance du PIB local, voir Broner et al. (2013), Contessi et al. (2013), Bluedorn et al. (2013), Hoggarth et al. (2016), et Avdjiev et al. (2017b). Hoggarth et al. (2016) analysent aussi la procyclicité des flux de capitaux eu égard au crédit local. Pour d'autres données empiriques sur la procyclicité des flux de capitaux eu égard aux facteurs mondiaux, voir Koepke (2015), Nier et al. (2014) et Eichengreen et al. (2017).
- ⁴⁰ Borio et al. (2011), Avdjiev et al. (2012) et Lane et McQuade (2014).
- ⁴¹ Voir Shin (2016).
- ⁴² Voir Avdjiev et al. (2017a).
- ⁴³ Voir Borio (2014, 2016) et Caruana (2015).
- ⁴⁴ Voir Shin (2015).
- ⁴⁵ Sur le canal de la prise de risque des fluctuations de change, voir Bruno et Shin (2015, 2017) et Hofmann et al. (2016).
- ⁴⁶ Pour une analyse récente des politiques susceptibles d'assurer des réformes commerciales plus équitables voir FMI, Banque mondiale et OMC (2017).
- ⁴⁷ Voir Borio (2014).
- ⁴⁸ Caballero et al. (2005) montre les avantages du partage des risques en établissant une comparaison de l'Australie et du Chili durant la crise financière asiatique.
- ⁴⁹ Voir Agénor et al. (2017).

Références

- Agénor, P.-R., Kharroubi, E., Gambocorta, L., Lombardo, G. et Pereira da Silva, L. A. (2017), « The international dimensions of macroprudential policies », *BIS Working Papers*, n° 643.
- Agnello, L. et Sousa, R. (2012), « How do banking crises impact on income inequality? », *Applied Economics Letters*, vol. 19, cahier 15, pp. 1425-9.
- Ahn, J., Amiti, M. et Weinstein, D. (2011), « Trade finance and the great trade collapse », *American Economic Review*, vol. 101, n° 3, pp. 298-302.
- Alfaro, L., Chanda, A., Kalemli-Ozcan, S. et Sayek, S. (2004), « FDI and economic growth: the role of local financial markets », *Journal of International Economics*, vol. 64, n° 1, pp. 89-112.
- Amity, M. et Weinstein, D. (2011), « Exports and financial shocks », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 126, n° 4, pp. 1841-77.
- Antràs, P. et Yeaple, S. (2013), « Multinational firms and the structure of international trade », *NBER Working Papers*, n°18775.
- (2014), « Multinational firms and the structure of international trade », *Handbook of International Economics*, vol. 4, ch. 2, pp. 55-130.
- Atkinson, A. et Morelli, S. (2011), « Economic crises and inequality », *United Nations Human Development Research Paper* 2011/06.
- Autor, D., Dorn, D. et Hanson, G. (2013), « The China syndrome: local labor market effects of import competition in the US », *American Economic Review*, vol. 103, n° 6, pp. 2121-68.
- Autor, D., Dorn, D., Katz, L., Patterson, C. et Van Reenen, J. (2017), « Concentrating on the fall of the labor share », *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol.107, n° 5, pp. 180-5.
- Avdjiev, S., Chui, M. et Shin, H. S. (2014), « Non-financial corporations from emerging market economies and capital flows », *Bulletin trimestriel BRI*, décembre, pp. 67-77.
- Avdjiev, S., Gambacorta, L., Goldberg, L. et Schiaffi, S. (2017a), « The shifting drivers of global liquidity », *BIS Working Papers*, à paraître.
- Avdjiev, S., Hardy, B., Kalemli-Ozcan, S. et Servén, L. (2017b), « Gross capital inflows to banks, corporates and sovereigns », *NBER Working Papers*, n° 23116.
- Avdjiev, S., McCauley, R. et McGuire, P. (2012), « Rapid credit growth and international credit: challenges for Asia », *BIS Working Papers*, n° 377, avril.
- Baldacci, E., de Mello, L. et Inchauste, G. (2002), « Financial crises, poverty, and income distribution », *IMF Working Papers*, n° WP/02/4.
- Baldwin, R. (ed) (2009), *The great trade collapse: causes, consequences and prospects*, CEPR (e-book).
- Baldwin, R. (2016), *The great convergence*, Harvard University Press.
- Banque centrale européenne (2016), « Understanding the weakness in global trade. What is the new normal? », IRC Trade Task Force, *Occasional Paper Series*, n° 178.
- Bazillier, R. et Héricourt, J. (2014), « The circular relationship between inequality, leverage, and financial crises: intertwined mechanisms and competing evidence », *CEPII Working Papers*, n° 2014-22.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. et Levine, R. (2007), « Finance, inequality and the poor », *Journal of Economic Growth*, vol. 12, n° 1, pp. 27-49.
- Beck, T., Levine, R. et Levkov, A. (2010), « Big bad banks? The winners and losers from bank deregulation in the United States », *The Journal of Finance*, vol. 65, n° 5, pp. 1637-67.
- Bekaert, G., Harvey, C. et Lundblad, C. (2005) « Does financial liberalization spur growth? », *Journal of Financial Economics*, vol. 77, n° 1, pp. 3-55.
- Ben Naceur, S. et Zhang, R. X. (2016), « Financial development, inequality and poverty: some international evidence », *IMF Working Papers*, n° WP/16/32.
- Bergstrand, J. (1985), « The gravity equation in international trade: some microeconomic foundations and empirical evidence », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 67, n° 3, pp. 474-81.
- Bernard, A., Bradford Jensen, J. et Schott, P. (2009), « Importers, exporters, and multi-nationals: a portrait of firms in the US that trade goods », in Dunne, T., Bradford Jensen J. et Roberts, M., (sous la direction de) *Producer dynamics: new evidence from micro data*, National Bureau of Economic Research, pp. 513-52.

- Bluedorn, J., Duttagupta, R., Guajardo, J. et Topalova, P. (2013), « Capital flows are fickle: anytime, anywhere », *IMF Working Papers*, n° WP/13/183.
- Borio, C. (2014), « The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt? », *Journal of Banking & Finance*, vol. 45, cahier C, pp. 182–98.
- (2016), « More pluralism, more stability? », présentation à la Septième Conférence de haut niveau de la Banque nationale suisse et du Fonds monétaire international sur le système monétaire international, Zurich, 10 mai.
- Borio, C., McCauley, R. et McGuire, P. (2011), « Global credit and domestic credit booms », *Rapport trimestriel de la BRI*, septembre 2011, pp. 43-57.
- Borjas, G. (2015), « Immigration and globalization: a review essay », *Journal of Economic Literature*, vol. 53, n° 4, pp. 961–74.
- Bourguignon, F. (2015), *The globalization of inequality*, Princeton University Press.
- Broda, C. et Weinstein, D. (2006), « Globalization and the gains from variety », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 121, n° 2, pp. 541-85.
- (2006), « Globalization and the gains from variety », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 121, cahier 2.
- Broner, F., Didier, T., Erce, A. et Schmukler, S. (2013), « Gross capital flows: dynamics and crises », *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, n° 1, pp. 113–33.
- Bruno, V. et Shin, H. S. (2015), « Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy », *Journal of Monetary Economics*, vol. 71, pp. 119–132.
- (2017), « Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis », *Review of Financial Studies*, vol. 30, pp. 703–49.
- Caballero, R., Cowan, K. et Kearns, J. (2005), « Fear of sudden stops: lessons from Australia and Chile », *The Journal of Policy Reform*, vol. 8, n° 4, pp. 313–54.
- Cabral, R., García-Díaz, R. et Varela Mollick, A. (2016), « Does globalization affect top income inequality? », *Journal of Policy Modeling*, vol. 38, n° 5, pp. 916–40.
- Caruana, J. (2015), « The international monetary and financial system: eliminating the blind spot », discours à la Conférence du FMI *Rethinking macro policy III: progress or confusion?*, Washington DC, 16 avril.
- (2017), « Have we passed 'peak finance'? », discours au Centre international d'études monétaires et bancaires, Genève, 28 février.
- Casas, C., Diez, F., Gopinath, G. et Gourinchas, P.-O. (2016), « Dominant currency paradigm », *NBER Working Papers*, n° 22943.
- (2017), « Dominant currency paradigm: a new model for small open economies » (non publié).
- Chen, S. et Ravallion, M. (2010), « The developing world is poorer than we thought, but no less successful in the fight against poverty », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 125, n° 4, pp. 1577–1625.
- Cheung, C. et Guichard, S. (2009), « Understanding the world trade collapse », *Document de travail du Département des Affaires économiques de l'OCDE*, n° 729.
- Chor, D. et Manova, K. (2012), « Off the cliff and back? Credit conditions and international trade during the global financial crisis », *Journal of International Economics*, vol. 87, n° 1, pp.117–33.
- Claessens, S., Hassib, O. et van Horen, N. (2015), « The role of foreign banks in trade », Federal Reserve Board, Maastricht University, Banque des Pays-Bas.
- Claessens, S. et Perotti, E. (2007), « Finance and inequality: channels and evidence », *Journal of Comparative Economics*, vol. 35, n° 4, pp. 748–73.
- Claessens, S. et van Horen, N. (2015), « The impact of the global financial crisis on banking globalization », *IMF Economic Review*, vol. 63, n° 4, pp. 868–918.
- Cline, W. (1997), *Trade and income distribution*, Institute for International Economics, Washington DC.
- Cohen, B. et Scatigna, M. (2016), « Banks and capital requirements: channels of adjustment », *Journal of Banking and Finance*, vol. 69, suppl. 1, pp. S56–S69.
- Comité sur le système financier mondial (2014), « EME banking systems and regional financial integration », *CGFS Publications*, n° 51.

- Contessi, S., De Pace, P. et Francis, J. (2013), « The cyclical properties of disaggregated capital flows », *Journal of International Money and Finance*, 32, pp. 528–55.
- Constantinescu, C., Mattoo, A. et Ruta, M. (2015), « The global trade slowdown: cyclical or structural? », *IMF Working Papers*, n° WP/15/6, disponible à l'adresse : <https://ssrn.com/abstract=2568599>.
- (2017), « Trade developments in 2016: policy uncertainty weighs on world trade », *Global Trade Watch*, Banque mondiale, Washington DC, disponible à l'adresse <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/26112>, licence : CC BY 3.0 IGO.
- Dabla-Norris, E., Kochhar, K., Suphaphiphat, N., Ricka, F. et Tsounta, E. (2015), « Causes and consequences of income inequality: a global perspective », *IMF Staff Discussion Note* 15/13.
- Darvas (2016), « Some are more equal than others: new estimates of global and regional inequality », *Bruegel Working Paper* 8.
- Deaton, A. (2013), *The great escape, health, wealth and the origins of inequality*, Princeton University Press.
- de Haan, J. et Sturm, J.-E. (2017), « Finance and income inequality: a review and new evidence », *European Journal of Political Economy*.
- Denk, O. et Courède, B. (2015), *Finance and income inequality in OECD countries*.
- Dias, D. (2002), « Long-run trends in trade and income », *World Trade Review*, vol. 1, n° 1, pp. 89–100.
- Eichengreen, B., Gupta, P. et Masetti, O. (2017), « Are capital flows fickle? Increasingly? and does the answer still depend on type? », Banque mondiale, *Policy Research Working Paper* 7972.
- Elms, D. et Low, P. (sous la direction de) (2013), *Global value chains in a changing world*, Organisation mondiale du Commerce, Genève.
- Estevadeordal, A., Frantz, B. et Taylor, A. (2003), « The rise and fall of world trade, 1870–1939 », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n° 2, pp. 359–407.
- Fajgelbaum, P. et Khandelwal, A. (2016), « Measuring the unequal gains from trade », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n° 3, pp. 1113–80.
- Federico, G. et Tena-Junguito, A. (2017), « A tale of two globalizations: gains from trade and openness 1800–2010 », *Review of World Economics*, pp. 1–25.
- Ferrari, M., Kearns, J. et Schrimpf, A. (2017), « Monetary policy's rising FX impact in the era of ultra-low rates », *BIS Working Papers*, n° 626, annexe complémentaire en ligne.
- Figini, P. et Görg, H. (2011), « Does foreign direct investment affect wage inequality? An empirical investigation », *The World Economy*, vol. 34, n° 9, pp. 1455–75.
- Fonds monétaire international (2007), « Globalization and inequality », *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre, chapitre 4.
- (2016), « Global trade: what's behind the slowdown? », *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre, chapitre 2.
- Fonds monétaire international, Banque mondiale et Organisation mondiale du commerce (2017), *Making trade an engine of growth for all: the case for trade and for policies to facilitate adjustment*.
- Forbes, K. et Warnock, F. (2012), « Debt- and equity-led capital flow episodes », *NBER Working Papers*, n° 18329.
- Forbes, K., Reinhardt, D. et Wieladek, T. (2016), « The spillovers, interactions, and (un)intended consequences of monetary and regulatory policies », *Journal of Monetary Economics*, vol. 85, pp. 1–22.
- Frankel, J. et Romer, D. (1999), « Does trade cause growth? », *American Economic Review*, vol. 89, n° 3, pp. 379–99.
- Galbraith, J. et Jiaqing, L. (1999), « Inequality and financial crises: some early findings », University of Texas Inequality Project, *Working Paper* 9.
- Goldberg, P. et Pavcnik, N. (2007), « Distributional effects of globalization in developing countries », *Journal of Economic Literature*, vol. 45, n° 1, pp. 39–82.
- Görg, H. (2011), « Globalization, offshoring and jobs », in Bacchetta, M. et Jansen, M. (sous la direction de), *Making globalization socially sustainable*, Organisation mondiale du commerce, pp. 21–48.
- Gručić, B., Upper, C. et Villar, A. (2014), « Structure des filiales extraterritoriales et niveau de risque : quelle corrélation ? », *Rapport trimestriel BRI*, décembre, pp. 20–1.

- Halter, D., Oechslin, M. et Zweimüller, J. (2014), « Inequality and growth: the neglected time dimension », *Journal of Economic Growth*, vol. 19, n° 1, pp. 81–104.
- Haugh, D., Kopoin, A., Rusticelli, E., Turner, D. et Dutu, R. (2016), « Cardiac arrest or dizzy spell: why is world trade so weak and what can policy do about it? », *OECD Economic Policy Papers*, n° 18.
- Hoekman, B. (sous la direction de) (2015), *The global trade slowdown: a new normal?*, VoxEU.org eBook, CEPR.
- Hofmann, B., I. Shim et H. S. Shin (2016), « Sovereign yields and the risk-taking channel of currency appreciation », *BIS Working Papers*, n° 538, révisé en mai 2017.
- Hoggarth, G., Jung, C. et Reinhardt, D. (2016), « Capital inflows – the good, the bad and the bubbly », Banque d'Angleterre, *Financial Stability Paper* n° 40.
- Honohan, P. (2005), « Banking sector crises and inequality », Banque mondiale, *Policy Research Working Paper* 3659.
- Irwin, D. et Terviö, M. (2002), « Does trade raise income? Evidence from the twentieth century », *Journal of International Economics*, vol. 58, n° 1, pp. 1–18.
- Ito, H. et Chinn, M. (2015), « The rise of the redback: evaluating the prospects for renminbi use in invoicing », in Eichengreen, B. et Kawai, M. (sous la direction de), *Renminbi internationalization: achievements, prospects, and challenges*, Brookings Institution Press et Asian Development Bank Institute, pp. 111–58.
- Jaumotte, F., Lall, S. et Papageorgiou, C. (2013), « Rising income inequality: technology, or trade and financial globalization? », *IMF Economic Review*, vol. 61, n° 2, pp. 271–309.
- Jaumotte, F. et Osorio Buitron, C. (2015), « Inequality and labor market institutions », *IMF Staff Discussion Note* 15/14.
- Karabarbounis, L. et Neiman, B. (2014), « The global decline of the labor share », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 129, n° 1, pp. 61–103.
- Kearns, J., Schrimpf, A. et Xia, D., « The monetary spillover matrix: explaining interest rate spillovers », *BIS Working Papers*, à paraître.
- Keller, W. (2010), « International trade, foreign direct investment, and technology spillovers », *Handbook of the Economics of Innovation*, vol. 2, pp. 793–829.
- Kim, S. et Shin, H. S. (2016), « Productivity and trade: a working capital perspective » (non publié).
- Klasin, M. et Milionis, P. (2014), « Quantifying the evolution of world trade, 1870–1949 », *Journal of International Economics*, vol. 92, n° 1, pp. 185–97.
- Klein, M. et Olivei, G. (2008), « Capital account liberalization, financial depth, and economic growth », *Journal of International Money and Finance*, vol. 27, n° 6, pp. 861–75.
- Koepke, R. (2015), « What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature », MPRA Paper n° 75887, Université de Munich.
- Kose, M., Prasad, E., Rogoff, K. et Wei, S.-J. (2006), « Financial globalization: a reappraisal », *IMF Working Papers*, 6189.200, pp. 1–94.
- (2009), « Financial globalization: a reappraisal », *IMF Staff Papers*, vol. 56, pp. 8-62.
- Kowalski, P., López González, J., Ragoussis, A. et Ugarte, C. (2015), « Participation of developing countries in global value chains: implications for trade and trade-related policies », *OECD Trade Policy Papers*, n° 179, disponible à l'adresse [://dx.doi.org/10.1787/5js331fw0xxn-en](https://dx.doi.org/10.1787/5js331fw0xxn-en).
- Lakner, C. et Milanović, B. (2015), « Global income distribution from the fall of the Berlin Wall to the Great Recession », *Revista de Economía Institucional*, vol. 17, n° 32, pp. 71–128.
- Lane, P. et McQuade, P. (2014), « Domestic credit growth and international capital flows », *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 116, n° 1, pp. 218–52.
- Lane, P. et Milesi-Ferretti, G. (2017), « International financial integration in the aftermath of the global financial crisis », *IMF Working Papers*, n° WP/17/115.
- Lee, H. Y., Ricci, L. et Rigobon, R. (2004), « Once again, is openness good for growth? », *Journal of Development Economics*, vol. 75, n° 2, pp. 451–72.
- Levchenko, A., Lewis, L. et Tesar, L. (2010), « The role of financial factors in the great trade collapse: a skeptic's view », University of Michigan, manuscrit.

- Li, J. et Yu, H. (2014), « Income inequality and financial reform in Asia: the role of human capital », *Applied Economics*, vol. 46, n° 24, pp. 2920–35.
- McCauley R., Bénétrix, A. et von Peter, G. (2017), « Financial deglobalisation in banking? », *BIS Working Papers*, à paraître.
- Meissner, C. (2014), « Growth from globalization? A view from the very long run », *Handbook of Economic Growth*, vol. 2, pp. 1033–69.
- Milanović, B. (2005), « Can we discern the effect of globalization on income distribution? Evidence from household surveys », *The World Bank Economic Review*, vol. 19, n° 1, pp. 21–44.
- (2013), « Global income inequality in numbers: in history and now », *Global Policy*, vol. 4, n° 2, pp. 198–208.
- Milesi-Ferretti, G. et Tille, C. (2011), « The great retrenchment: international capital flows during the global financial crisis », *Economic Policy*, vol. 26, n° 66, pp. 289–346.
- Nier, E., Saadi-Sedik, T. et Mondino, T. (2014), « Gross private capital flows to emerging markets: can the global financial cycle be tamed? », *IMF Working Papers*, n° WP/14/196.
- Noguer, M. et Siscart, M. (2005) « Trade raises income: a precise and robust result », *Journal of International Economics*, vol. 65, n° 2, pp. 447–60.
- Obstfeld, M. et Taylor, A. (2004), *Global capital markets: integration, crisis, and growth*, Cambridge University Press.
- Organisation internationale du travail (OIT) et Organisation pour la coopération et le développement économique (OCDE), (2015), *The labour share in G20 economies*, rapport préparé pour le Groupe de travail du G20 sur l'emploi.
- Organisation mondiale du commerce (2014), « The rise of global value chains », *World Trade Report 2014*, chapitre C.
- Ostry, J., Berg, A. et Tsangarides, C. (2014), « Redistribution, inequality, and growth », *IMF Staff Discussion Note 14/02*.
- Paravisini, D., Rappoport V., Schnabl, P. et Wolfenzon, D. (2015), « Dissecting the effect of credit supply on trade: evidence from matched credit-export data », *The Review of Economic Studies*, vol. 82, n° 1, pp. 333–59.
- Pereira da Silva, L. A. (2016), « Rethinking development finance: towards a new "possible trinity" for growth? », discours dans le cadre des *Atlantic Dialogues*, Marrakech, décembre.
- Piketty, T. et Saez, E. (2014), « Inequality in the long run », *Science*, vol. 344, cahier 6186, pp. 838–43.
- Rey, H. (2015), « Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence », *NBER Working Papers*, n° 21162.
- Rodrick, D. et Subramanian, A. (2009), « Why did financial globalization disappoint? » *IMF Staff Papers*, vol. 56, n° 1, pp. 112–38.
- Shin, H. S. (2013), « The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies », allocution liminaire prononcée à l'occasion de la Conférence sur la politique économique asiatique, Banque de Réserve fédérale de San Francisco, 3-5 novembre.
- Shin, H. S. (2015), « Exchange rates and the transmission of global liquidity », discours à la Conférence de la Banque de Corée et du FMI sur le thème *Leverage in Asia: lessons from the past, what's new now, and where to watch out for*, Séoul, 11 décembre.
- (2016), « The bank/capital markets nexus goes global », discours à la London School of Economics and Political Science, 15 novembre.