

**GE 22**

**Printemps 2009**

**L. Mezza**

# **ECONOMIE INTERNATIONALE**

**PARTIE 1**



**GE22C1P09**

**GE 22**

**Printemps 2009**

**L. Mezza**

# **ECONOMIE INTERNATIONALE**

**PARTIE 1**



**GE22C1P09**

## Sommaire des dossiers de travaux dirigés.

Dossier 1 : Structures de la DIT.

Dossier 2 : La France dans la DIT.

Dossier 3 : Les marchés de capitaux.

Dossier 4 : Les crises financières

Dossier 5 : Pour ou contre le libre-échange, éléments théoriques.

Dossier 6 : Ouverture et spécialisation.

Dossier 7 : Le système monétaire international.

Dossier 8 : L'Union européenne monétaire.

## Dossier 1 : Structures de la Division Internationale du Travail.

## Plan dossier 1

- I. Lexique
- II. Les indicateurs de la puissance économique et de la richesse.
- III. L'essor du commerce international.
- IV. La polarisation.
- V. Place des pays dans la DIT.
- VI. La régionalisation des échanges.

## LEXIQUE 1

### **Accord de libre-échange nord-américain (Alena)**

conclu en 1992, cet accord étend au Mexique un accord antérieur de libre-échange qui liait le Canada et les Etats-Unis.

L'Alena (Nafta, selon les initiales anglaises) n'est pas comparable à l'Union européenne : il ne prévoit aucune politique commune, ni tarif extérieur douanier commun, mais seulement une suppression des droits de douane et des restrictions à l'importation entre les pays membres. Il est donc d'essence libérale, non d'essence fédérale. Son objectif avoué est de créer des courants d'échanges suffisamment intenses entre les trois pays d'Amérique du Nord pour inciter d'autres pays d'Amérique du Sud à y adhérer, afin de profiter du dynamisme et des débouchés. A terme, il s'agit au fond de recentrer les dynamiques commerciales dans la région américaine, alors qu'elles avaient plutôt tendance à s'instaurer entre Etats-Unis et Asie du Sud-Est. L'Alena est donc typique d'une démarche de régionalisation commerciale. Le Chili est intéressé par une adhésion, et peut-être d'autres pays du continent pourraient suivre.

### **AELE (Association européenne de libre-échange)**

zone de libre-échange créée en 1962, à l'instigation du Royaume-Uni, par un certain nombre de pays européens non membres (à l'époque) de la Communauté économique européenne (CEE). Outre le Royaume-Uni, elle regroupait l'Autriche, la Suisse, la Suède, le Danemark, la Norvège, la Finlande et l'Irlande. A l'exception de la Suisse et de la Norvège, tous les autres pays ont adhéré à la Communauté européenne (devenue Union européenne en 1993) : aussi l'AELE a-t-elle été dissoute en 1994, et la Suisse a passé avec l'Union européenne un accord particulier de libre-échange, créant l'Espace économique européen (EEE).

Une zone de libre-échange, tout comme une union douanière, se caractérise par la disparition de l'ensemble des obstacles douaniers et réglementaires qui pourraient exister en matière de commerce entre les pays membres. Elle se distingue d'une union douanière par le fait que chaque pays est libre de maintenir son propre tarif douanier vis-à-vis des pays non-membres. Pour un petit pays, l'adhésion à une zone de libre-échange est presque une contrainte, puisqu'elle lui permet de s'approvisionner à meilleur compte et de se spécialiser dans des productions vendues dans l'ensemble de la zone, donc de bénéficier des économies d'échelle que sa taille trop réduite ne lui permettrait pas de réaliser de façon compétitive si elle devait limiter sa production à son propre marché.

### **AFTA (Asian Free Trade Association)**

accord de libre-échange créé en 1992 entre les pays membres de l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est (sigle anglais : Asean), c'est-à-dire l'Indonésie, la Thaïlande, la Malaisie, les Philippines, Singapour et Brunei.

Le but de cette zone de libre-échange est de tenter de dynamiser le commerce entre les pays membres, car ce commerce représente moins de 20 % du commerce total des pays membres. Il s'agit donc d'essayer de recentrer les flux commerciaux sur la zone elle-même, ou d'encourager la division du travail au sein de la zone.

### **APEC (Asia Pacific Economic Cooperation)**

forum de coopération économique créé en 1989 entre les Etats-Unis, l'Australie, la Nouvelle-Zélande, le Japon, la Corée du Sud, le Canada, la Chine (et Hongkong), Taiwan, le Mexique, la Nouvelle-Guinée, le Chili et les pays de l'AFTA (Indonésie, Thaïlande, Malaisie, Philippines, Singapour et Brunei). En 1994, les pays de l'APEC ont décidé de transformer leur forum en une zone de libre-échange d'ici à 2010.

Groupant 40 % de la population mondiale, l'APEC est en réalité une initiative américaine visant à redynamiser la croissance des Etats-Unis, ces derniers cherchant à devenir le principal partenaire des pays asiatiques de la zone, non seulement à l'importation, mais aussi à l'exportation. Mais cette zone Pacifique, comme on l'appelle souvent, est tiraillée entre le Japon et les Etats-Unis, chacun cherchant à en devenir le leader. C'est la raison pour laquelle le chemin risque d'être très long entre le simple échange d'informations (forum) et la zone de libre-échange projetée.

### **Autosuffisance**

fait, pour une nation déterminée, de produire au moins de quoi satisfaire ses besoins. Par extension, désigne la fraction de la demande d'une zone géographique donnée (une région, voire un bassin d'emploi) qui

peut être satisfaite par une production réalisée au sein de cette zone géographique (on parle alors de degré, ou de taux d'autosuffisance).

La politique agricole commune (Pac, voir Europe verte), adoptée en 1962 par l'ensemble des pays alors membres de la CEE, se fixait pour objectif d'atteindre l'autosuffisance pour les productions agricoles, car ces dernières paraissaient suffisamment vitales pour les pays en question pour qu'ils ne dépendent pas de l'étranger pour satisfaire leurs besoins de base dans ce domaine. Cet objectif a été globalement atteint (et même au-delà), même si, dans la réalité, la plupart des productions locales nécessitent d'incorporer dans les intrants utilisés des produits importés (par exemple, des phosphates dans les engrais, du soja dans l'alimentation animale, etc.).

L'autosuffisance s'oppose à la division internationale du travail, puisqu'il s'agit de se fixer pour objectif de produire soi-même ce dont on a besoin, au lieu de l'acheter à d'autres, même si, éventuellement, ces autres sont plus performants. L'analyse de l'autosuffisance repose donc sur la conviction que les surcoûts éventuels de production liés à la production locale sont compensés par des avantages (emploi, meilleure maîtrise des besoins, meilleure circulation de l'information entre les producteurs et les utilisateurs, etc.).

## **Brevet**

droit de propriété portant sur un bien (ou un élément de bien), une technique, un procédé de fabrication, une matière, dont les inventeurs ont prouvé qu'il s'agissait d'une création originale et qu'ils étaient les premiers à l'avoir conçue. De ce fait, le ou les inventeurs en question (il s'agit souvent d'une entreprise) disposent d'un droit de propriété sur la technique, le bien, le procédé ou la matière, que nul ne peut copier sans autorisation préalable (ce qui implique généralement une rémunération).

Un brevet est en général valable pour vingt ans. L'entreprise qui en est propriétaire peut soit le conserver pour elle, afin d'avoir une situation de monopole dans ce domaine, soit le céder. Par exemple, Polaroid a conservé jalousement le brevet de la photo à développement instantané, tandis que Philips a largement vendu le brevet du disque compact, afin que sa technologie devienne le standard du marché.

## **Cartel**

regroupement de producteurs passant un accord de limitation ou de suppression de concurrence, soit par un partage du marché (attribution de quotas ou de parts de marché), soit par un prix convenu.

En raison de la limitation de concurrence qu'il engendre, le cartel est habituellement réprimé dans un cadre national. Par exemple, en France (et dans l'Union européenne), tout accord de cartel est puni de sévères amendes par le Conseil de la concurrence. En revanche, dans le domaine international, faute de législation, la constitution de cartels n'est pas réprimée. L'exemple de cartel le plus connu actuellement est l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (Opep). Mais cet exemple montre bien la difficulté de faire fonctionner réellement un cartel, car chacun de ses membres a intérêt à faire respecter l'accord aux autres tout en s'exemptant de la discipline collective (par exemple en essayant de vendre plus que son quota sans le crier sur les toits). C'est la raison pour laquelle un cartel ne peut fonctionner que pour une durée brève (lors d'une crise particulièrement grave, où tous se serrent les coudes) ou sous l'autorité d'un gendarme efficace (habituellement, la firme la plus puissante ou le pays le plus puissant).

## **Chiffre d'affaires**

montant des ventes d'une entreprise.

Le chiffre d'affaires peut être mesuré toutes taxes comprises (TTC) ou hors taxes (HT), c'est-à-dire avant TVA et taxes spécifiques. C'est généralement la deuxième solution qui est choisie, puisque la TVA et les taxes spécifiques sont collectées pour le compte du Trésor public et ne bénéficient en rien aux entreprises. Le chiffre d'affaires est en réalité un mauvais indicateur de l'activité d'une entreprise : par exemple, Carrefour réalise un chiffre d'affaires à peu près comparable à celui de Renault, alors qu'elle emploie six fois moins de salariés. Le véritable indicateur de l'activité d'une entreprise, c'est la part du chiffre d'affaires qui correspond à des coûts de production internes, c'est-à-dire engagés pour payer des salariés ou amortir des équipements : ce n'est pas autre chose que ce qu'on appelle la valeur ajoutée.

## **Coefficient de capital**

désigne le rapport entre le stock de capital (au sens technique du terme : ensemble d'équipements productifs) et le flux de production. Dans l'ensemble de l'économie, ce coefficient est de l'ordre de 3 à 4, mais, dans certaines activités (appelées pour cette raison capitalistiques), la valeur des équipements nécessaires pour produire rapportée au montant de la production réalisée est beaucoup plus élevée : c'est le cas, par exemple, pour

la pétrochimie (raffinage) ou la sidérurgie, activités dans lesquelles l'essentiel des opérations productives est automatisé, exigeant du même coup des équipements très coûteux. A l'inverse, c'est parce que le coefficient de capital de certaines activités est très bas (vente ambulante, par exemple) qu'un grand nombre de personnes tentent d'en vivre dans les pays du tiers monde.

### **Croissance**

augmentation des quantités de marchandises (biens ou services) produites et vendues au cours d'un intervalle de temps (en général l'année), se traduisant par une augmentation des revenus distribuables. Lorsqu'il s'agit de mesurer l'augmentation d'une autre grandeur que celle de la production, on fait toujours suivre le terme croissance d'un qualificatif précisant quelle est la grandeur mesurée (ex. : croissance démographique).

### **Cycle**

désigne des régularités observables dans l'évolution des niveaux d'activité économique à l'intérieur d'un pays ou d'un ensemble de pays donnés. Le cycle se compose d'une phase de croissance relativement plus forte (expansion), suivie d'une phase de ralentissement conduisant à un point de retournement (crise), inaugurant une phase de dépression, marquée par un recul de l'activité jusqu'à un point bas à partir duquel on constate une reprise, donnant naissance à une nouvelle phase d'expansion, et ainsi de suite. Il arrive de plus en plus souvent que l'on parle de cycle sans qu'il y ait crise et dépression, c'est-à-dire sans qu'il y ait baisse absolue des niveaux d'activité ; seul existe un ralentissement du rythme de croissance (récession), et le point bas ne désigne pas un niveau d'activité inférieur au point de retournement, mais le niveau de croissance le plus faible observé. Ce nouveau cycle est donc marqué par une progression incessante de l'activité : ce qui varie, c'est le rythme d'accroissement de cette dernière, non son niveau absolu.

### **Degré d'ouverture**

désigne la part du commerce extérieur dans l'activité économique d'un pays. Se mesure habituellement par le taux d'ouverture (rapport entre, d'une part, la somme des exportations et des importations, et, d'autre part, le PIB).

### **Développement endogène**

se dit des modèles de développement qui s'appuient sur l'augmentation de la demande intérieure plutôt que sur l'essor des débouchés à l'exportation ou la mobilisation d'une épargne étrangère.

### **Division internationale du travail**

désigne la situation où des pays se spécialisent dans des activités différentes, chacune de ces activités donnant naissance à des exportations à destination des pays qui ne les exercent pas.

La division internationale du travail repose sur l'analyse des avantages comparatifs. Elle est censée apporter un surplus d'efficacité à l'ensemble de la communauté mondiale. Néanmoins, elle est très débattue. La division traditionnelle du travail oppose les pays qui exportent principalement des produits manufacturés à ceux qui exportent principalement des produits bruts (ou matières premières). Les économistes du développement (Raoul Prebisch et Hans Singer, notamment) ont fait remarquer qu'en raison des élasticités différentes de la demande, les gains de productivité réalisés dans les matières premières tendaient à tirer les prix vers le bas, tandis que, pour les biens manufacturés, les gains de productivité pouvaient être conservés par les producteurs et donc alimenter des investissements et des hausses de pouvoir d'achat dans les pays de production. A cette division traditionnelle du travail entre nations, on oppose de plus en plus une nouvelle division internationale du travail : les pays à bas salaires et les autres, les premiers produisant des produits manufacturés incorporant du travail peu qualifié, les seconds des produits manufacturés incorporant du travail moyennement ou fortement qualifié. Ce n'est pas faux, mais la réalité paraît plus complexe que cela. L'essentiel du commerce mondial s'effectue en effet entre des pays industrialisés de longue date, et concerne des échanges de marchandises d'une complexité comparable ; c'est le modèle Clio-Polo : la France exporte des voitures d'un certain type, l'Allemagne également des voitures, mais d'un autre type. La division internationale du travail porte donc sur des produits proches, et s'explique davantage par des recherches d'économies d'échelle conduisant à des spécialisations internationales fines, intrabranche (ici, les écrans, là, les processeurs), que par des considérations de coûts relatifs.

### **Echanges intra-firmes**

désigne les échanges qui s'effectuent au sein d'une même entreprise, entre les différents établissements ou unités de production.



Ce type d'échanges représenterait près d'un tiers du commerce mondial, chaque firme multinationale ayant, par définition, des établissements dans plusieurs pays, lesquels effectuent entre eux l'essentiel de leurs activités de vente.

### **Economie de marché**

en général, expression utilisée comme périphrase pour désigner l'économie capitaliste.

Toutefois, pour l'historien Fernand Braudel, le marché est très antérieur à l'économie capitaliste proprement dite : il aura fallu attendre le " commerce à la grande aventure ", générateur de grands risques mais aussi de profits fabuleux quand le sort était favorable, pour que l'économie de marché se transforme en économie capitaliste, grâce à la prodigieuse accélération de l'investissement engendrée par l'accumulation du capital issue des bénéfices de ce type de commerce. Mais, même ainsi, le terme " économie de marché " désigne une économie dans laquelle l'ensemble des relations économiques passe par le marché ou s'effectue en référence au marché, ce qui est bien caractéristique d'une économie capitaliste.

Le point fondamental d'une économie de marché, ce n'est pas le marché (c'est-à-dire la concurrence), mais les entreprises. L'économie de marché, en effet, repose sur des entreprises dont les décisions ne sont pas centralisées ou dirigées, même si elles peuvent être influencées par des lois, des règles, des incitations fiscales. C'est parce que, dans une économie de marché, les nombreuses entreprises qui composent le tissu productif ne sont pas dirigées (officiellement ou souterrainement) par une autorité unique, que l'économie de marché est à la fois dynamique (il y a sans cesse de nombreuses initiatives, les unes débouchant sur des échecs et des disparitions, les autres couronnées de succès) et chaotique (il n'existe pas de coordination et de logique centrales). Tout le problème des économies de marché est donc de parvenir à stabiliser le système social sans en atténuer le dynamisme. D'où, partout, ces mélanges d'intervention publique, ou de réglementations collectives, et de concurrence et de course au profit.

### **Espace économique européen (EEE)**

structure créée entre l'Union européenne, la Norvège et la Suisse (qui ne font pas partie de l'Union européenne). Au sein de cet Espace, les marchandises circulent sans acquitter de droits de douane.

### **Firme multinationale**

entreprise ayant une ou plusieurs filiales à l'étranger.

Longtemps réservé aux grandes entreprises qui cherchaient à être présentes dans tous les pays où un marché important existait, le statut de firme multinationale s'est en quelque sorte démocratisé avec la mondialisation, qui implique souvent de disposer de capacités de production dans plusieurs pays. Selon la Cnuccd, on compterait aujourd'hui plus de 20 000 firmes multinationales, souvent de dimension moyenne (100 à 500 salariés).

### **Intégration économique :**

Selon la typologie élaborée par Bela Belassa, on retient, en ordre croissant, cinq degrés d'intégration économique territoriale :

#### **1. la zone de libre-échange**

Les marchandises circulent librement, les barrières tarifaires ou non-tarifaires sont supprimées mais les pays membres conservent leur propre système douanier vis-à-vis des pays tiers.

#### **2. l'union douanière**

C'est une zone de libre-échange accompagné de l'établissement d'un tarif douanier commun ou tarif extérieur commun à l'égard des pays tiers.

#### **3. le marché commun**

C'est une union douanière complétée par une libre circulation des services, des capitaux et des personnes.

#### **4. l'union économique**

C'est un marché commun doublé d'une harmonisation des politiques économiques débouchant sur l'union monétaire, voire la monnaie unique.

#### **5. l'intégration économique**

L'unification des politiques économiques et sociales est réalisée.

L'intégration économique est un processus progressif passant par 2 étapes précédant la zone de libre-échange : coopération économique fonctionnelle : projets sectoriels et accord préférentiel : avantages réciproques dans un domaine d'échanges.

Quelques exemples d'intégration économique : AELE et ALENA sont des zones de libre-échange ; l'Union douanière d'Afrique australe (Afrique du Sud, Botswana, Lesotho, Namibie et Swaziland) ; le marché commun centraméricain (Guatemala, Honduras, Salvador, Nicaragua et Costa Rica) ; Union économique : Union Européenne depuis le traité de Maastricht 1992, Union monétaire : Union Européenne depuis l'entrée en vigueur de la zone Euro (UEM 1999) ; Union politique : Unification des politiques et transfert de souveraineté à un organisme supranational. L'UEM a accompli quelques étapes dans cette direction avec des institutions telles que le Conseil européen, la Commission européenne, le Parlement européen, le projet de constitution européenne.

## **Nouvelle économie**

désigne l'économie tirée par les nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC). Ces nouvelles technologies, génératrices de gains de productivité élevés, permettraient en effet à la fois d'obtenir une croissance économique forte, une faible inflation et une baisse du coût du capital technique, donc un renouvellement en profondeur du tissu productif dans toutes les branches irriguées par ces NTIC.

Il fut un temps (1998-2000) où la nouvelle économie était présentée comme le paradis, puisqu'elle allait transformer les règles du jeu économique en accélérant la croissance, en réduisant l'inflation et en changeant la façon de travailler (et de consommer, avec l'e-commerce). Les firmes qui symbolisaient cette nouvelle économie voyaient leurs cours en Bourse s'envoler, et l'économie américaine, jugée plus ouverte à tous ces changements, était présentée comme le siège d'un nouveau miracle. Jusqu'à ce que les cours en Bourse dégringolent et que la baudruche de la nouvelle économie se dégonfle, la nouvelle économie se transformant alors en e-krach. Reste toutefois de cette période d'emballement collectif une réalité : l'informatique et les nouvelles formes de communication engendrent des changements en profondeur dans notre façon de travailler autant que dans notre mode de vie.

## **Oligopole**

situation dans laquelle une production déterminée est le fait d'un petit nombre de producteurs.

Un oligopole n'implique pas forcément une situation d'entente sur les prix ou de partage du marché. Néanmoins, entre un petit nombre d'opérateurs, la tentation est souvent forte de limiter la concurrence de façon plus ou moins formalisée. C'est évidemment illégal. Mais il arrive souvent qu'au sein d'un oligopole, l'une des firmes - la plus importante, habituellement - soit reconnue par les autres comme leader et chargée de fixer les prix sur lesquels tous les autres producteurs s'alignent. La firme leader fixe alors un prix directeur. Par exemple, dans le domaine du pétrole, l'Arabie Saoudite fixe le prix directeur pour le brut.

## **Opep (Organisation des pays exportateurs de pétrole)**

organisation créée en 1962 par un certain nombre de pays producteurs en vue d'empêcher la baisse des prix pratiquée alors par les compagnies exploitantes, qui contrôlaient totalement la commercialisation, donc la demande, et l'essentiel de la production, donc l'offre. Les compagnies visaient à réduire les prix d'approvisionnement (sur lesquels sont calculés les impôts et les royalties destinés à rémunérer l'Etat propriétaire du sous-sol). L'Opep n'a pu influencer sur les prix qu'à partir du moment - le début des années 70 - où une partie des Etats membres de l'organisation, par le biais des nationalisations le plus souvent, ont pu contrôler l'offre.

La période de gloire de l'Opep se situe entre 1973 et 1980 : la première date correspond au premier choc pétrolier, lorsque les pays arabes exportateurs de pétrole ont décidé de fermer le robinet à l'égard des pays qui soutiendraient Israël dans la guerre qui l'opposait à l'Egypte, à la Syrie et à la Jordanie. Agissant alors comme un monopole, l'Opep a fait quadrupler les cours du brut. Pour maintenir ces cours au niveau élevé, l'organisation a réparti entre les pays membres des quotas de production, destinés à entretenir une certaine pénurie. La deuxième date correspond à la tentative de faire monter encore les enchères en profitant de la guerre entre l'Irak et l'Iran. Les compagnies ont alors réagi en intensifiant leurs explorations et leur extraction dans les zones non-Opep (mer du Nord, Mexique...) : les pays membres de l'organisation auraient alors dû accepter une réduction de leurs quotas. La majorité s'y est opposée, contraignant l'Arabie Saoudite à réduire seule sa production - et de façon très importante - pour tenter de maintenir les prix. Le royaume wahhabite a fini par se lasser et, en 1985, a décidé de reprendre sa liberté de manœuvre, provoquant un contre-choc pétrolier (très forte baisse des cours). Depuis, l'Opep, ne parvenant pas à imposer une discipline interne sur la répartition des sacrifices que provoquerait à court terme une politique de quotas stricts, et craignant qu'une telle politique ne favorise encore l'essor de la

production non-Opep, n'a plus qu'une influence ponctuelle sur les prix, lorsqu'une tension internationale suscite des inquiétudes sur l'approvisionnement des pays gros importateurs que sont le Japon, l'Union européenne ou les Etats-Unis. Plusieurs membres l'ont d'ailleurs quittée (Equateur et Nigeria). Mais, à terme, il paraît certain qu'elle risque de retrouver du pouvoir, puisque ses membres disposent de la majeure partie des réserves identifiées dans le monde.

### **Pays en voie de développement (PVD)**

vocabulaire inventé dans les années 60 par les institutions internationales pour désigner les pays du tiers monde. On les appelle désormais officiellement " pays en développement ", même si, pour les deux tiers d'entre eux au moins, le développement en question est plus que problématique.

Il s'agissait alors de ne pas stigmatiser les pays du tiers monde en leur donnant un qualificatif (sous-développés) qui pouvait prêter à contresens et devenir péjoratif. On aurait pu choisir tiers monde, comme l'avait suggéré Alfred Sauvy au début des années 50, par similitude avec la fameuse phrase de Sieyès sur le tiers état, lors des Etats généraux de 1789 (" Qu'est-ce que le tiers état ? Tout. Qu'a-t-il été jusqu'à présent dans l'ordre politique ? Rien. Que demande-t-il ? A y devenir quelque chose "). Mais le terme, tout comme celui de non-alignés, avancé en 1954 lors de la conférence de Bandoeng, était critiqué par certains pays qui, bien que peu industrialisés, refusaient une étiquette qui les aurait classés dans un camp intermédiaire entre les pays socialistes et les pays capitalistes. N'avoir pas amorcé de processus d'industrialisation n'impliquait pas, à leurs yeux, qu'il faille ne pas choisir entre les deux grands modèles de développement qui s'opposaient alors. D'où, par défaut, ce terme : en voie de développement, désignant un processus en train de se produire, sans préjuger des choix politiques ou techniques y conduisant. Malheureusement, le terme est vite devenu un euphémisme, tant les inégalités de rythmes de croissance entre pays en voie de développement se sont accentuées, notamment depuis le début des années 80. En réalité, certains pays sont en voie de sous-développement, tant leurs institutions et leurs infrastructures ont été mises à mal par des conflits politiques, claniques ou religieux : au Libéria, au Nigeria, en Somalie, au Soudan, au Rwanda, en Haïti, en Afghanistan, en Algérie, il est difficile de croire que l'on est sur la voie du développement, à moins de subvertir les mots.

### **Pays les moins avancés (PMA)**

terme utilisé par les Nations unies pour désigner les pays dont le très faible pouvoir d'achat justifie des mesures particulières : accès à des prêts sans intérêt, aide en nature, etc.

Actuellement, les pays les moins avancés sont ceux dont le revenu par tête (mesuré en taux de change nominaux) est inférieur à 2 dollars par jour (à peu près autant d'euros). Quarante-quatre nations sont dans cette situation. On notera que, longtemps, un pays pétrolier comme le Nigeria a fait partie de ce groupe : ce n'est plus le cas aujourd'hui, non pas parce que le pays aurait renoué avec une croissance suffisamment forte de son revenu par tête, mais tout simplement parce que l'on s'est aperçu que les autorités avaient réalisé des recensements de population truqués, visant à grossir la population du géant africain de 20 millions d'habitants afin de bénéficier des avantages accordés aux PMA.

### **PIB (produit intérieur brut)**

agrégat de comptabilité nationale mesurant l'ensemble des activités économiques génératrices de revenus (monétaires ou en nature).

Le PIB est désormais (depuis 1977) l'agrégat de base dans le système de comptabilité nationale préconisé par l'Onu et dans celui retenu par l'Office statistique des Communautés européennes (OSCE).

Le terme intérieur signifie que sont retenues les valeurs ajoutées de toutes les entreprises opérant à l'intérieur du territoire (lequel comprend pour la France, depuis 1997, les départements d'outre-mer, alors que, jusqu'à cette date, seul le territoire métropolitain était retenu). Si des entreprises étrangères opérant en France versent à leurs propriétaires des dividendes, ces derniers font donc partie du PIB. Il ne faut donc pas confondre PIB et PNB (produit national brut) : ce dernier, au contraire, intègre les revenus rapatriés par les nationaux résidant à l'étranger et retire les revenus des étrangers versés dans leurs pays d'origine. Le terme brut signifie que les montants retenus le sont avant amortissement des équipements. Tout le PIB n'est donc pas distribuable : sous peine de s'appauvrir, il faut renouveler les équipements usés ou obsolètes.

Le PIB additionne l'ensemble des activités créatrices de revenus (en monnaie ou en nature, comme, par exemple, les jardins familiaux ou la jouissance d'un appartement dont on est propriétaire). Pour éviter les doubles comptes, l'activité de chaque agent est mesurée à partir de la valeur ajoutée qu'il crée : cette valeur ajoutée finit toujours par être répartie en revenus, soit au profit des ménages, soit au profit des administrations (TVA, autres impôts sur la production), soit au profit des entreprises elles-mêmes (bénéfices non distribués).

On a beaucoup critiqué le PIB comme indicateur de richesse, en soulignant, par exemple, qu'un accident de la route ou la production d'une arme meurtrière rentraient dans son montant au même titre que d'autres activités génératrices de bien-être. Il est vrai que le PIB ne prétend pas mesurer le bien-être, mais seulement le montant des revenus, quelle qu'en soit l'origine productive. C'est donc un indicateur très réducteur, auquel il ne faut pas faire dire plus qu'il ne dit : pour un pays, avoir un PIB élevé ne renseigne pas sur la qualité de vie de ses habitants, sur la capacité du pays à offrir à tous un bien-être durable. En revanche, le PIB mesure le pouvoir d'achat disponible dans une économie, c'est-à-dire, tous comptes faits, sa puissance. C'est pourquoi, même s'il s'agit d'un indicateur insuffisant, il demeure dans un monde où cette puissance permet de prendre la mesure des atouts dont dispose une nation dans la compétition mondiale.

### **Tiers monde**

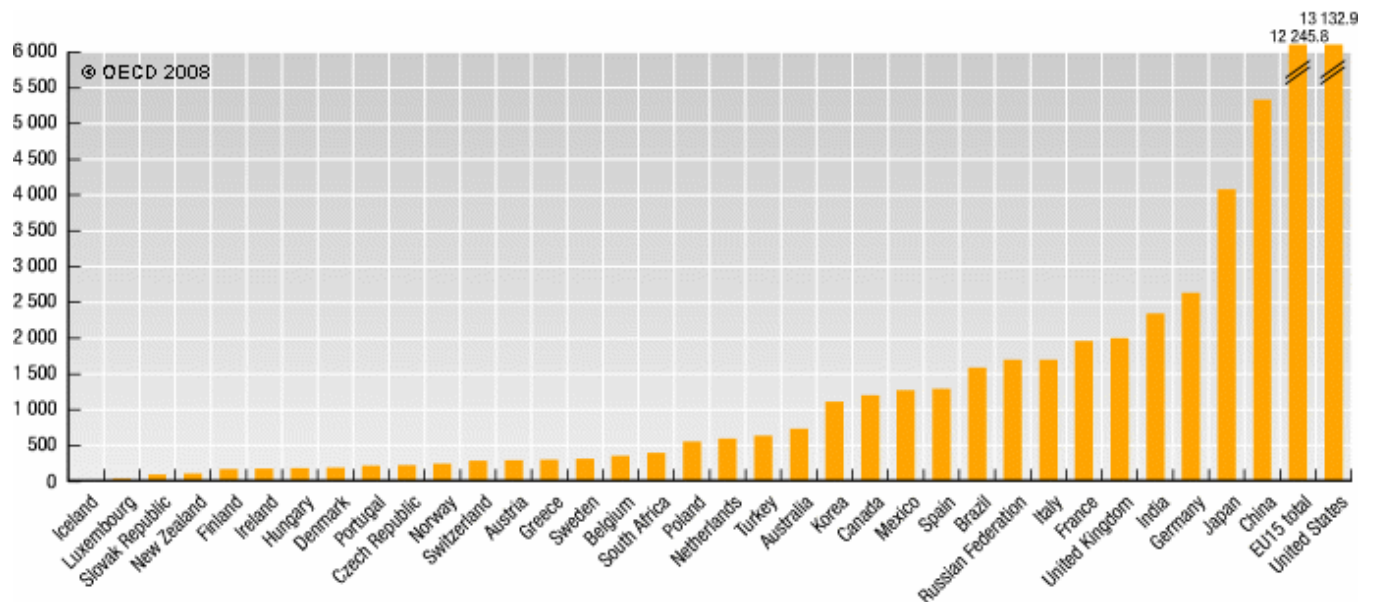
terme forgé au début des années 50 par le démographe et économiste français Alfred Sauvy, par référence avec le tiers état (cet ensemble majoritaire de personnes qui, dans l'Ancien Régime, n'appartenaient ni au clergé ni à la noblesse), pour désigner les pays pauvres que l'on ne pouvait qualifier ni de capitalistes ni de socialistes.

Le terme a connu un succès extraordinaire, en devenant synonyme de pays sous-développés, sans avoir la nuance péjorative de cette dernière appellation. Pourtant, comme tout terme à vocation générique, il était critiquable : bon nombre de pays du tiers monde (et, surtout, la plupart de ceux qui sont devenus indépendants dans les années 50 ou 60) étaient dans la mouvance, pour ne pas dire sous l'aile protectrice, d'un des deux camps qui cherchaient à se partager la planète. Ce tiers monde se distinguait donc par ses caractéristiques socio-économiques (et démographiques) bien plus que par sa non-appartenance à un système social capitaliste ou socialiste : faible niveau de production par tête, industrialisation balbutiante, fortes natalité et mortalité (surtout infantile), poids prépondérant de l'emploi agricole, etc. Cependant, depuis une quinzaine d'années, l'apparition de processus d'industrialisation dans un certain nombre de pays (les nouveaux pays industrialisés), l'amorce sensible d'une transition démographique dans d'assez nombreux pays, l'inégalité des rythmes de croissance enregistrés, font que cet ensemble de pays est de moins en moins homogène : il perd ce qui faisait son unité, à savoir la similitude des situations socio-économiques. Du coup, la notion de tiers monde devient sans signification. Il n'est donc pas étonnant qu'elle apparaisse quelque peu obsolète.

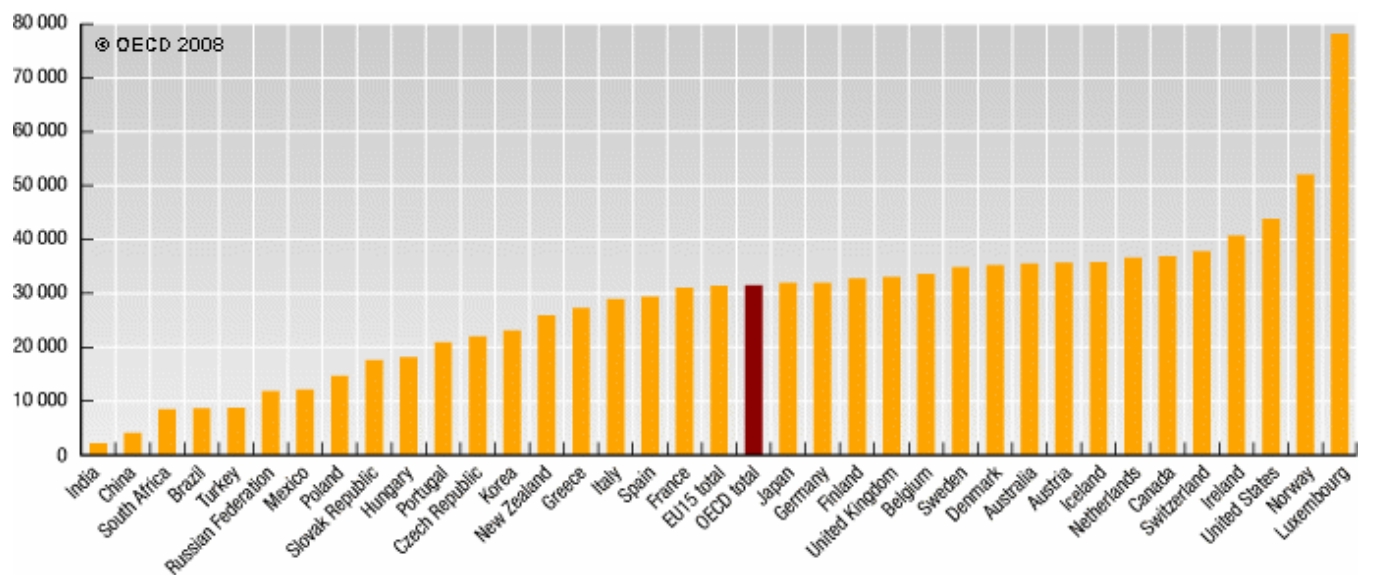
## II) Les indicateurs de la puissance économique et de la richesse.

Source : OECD Factbook 2008: Economic, Environmental and Social Statistics

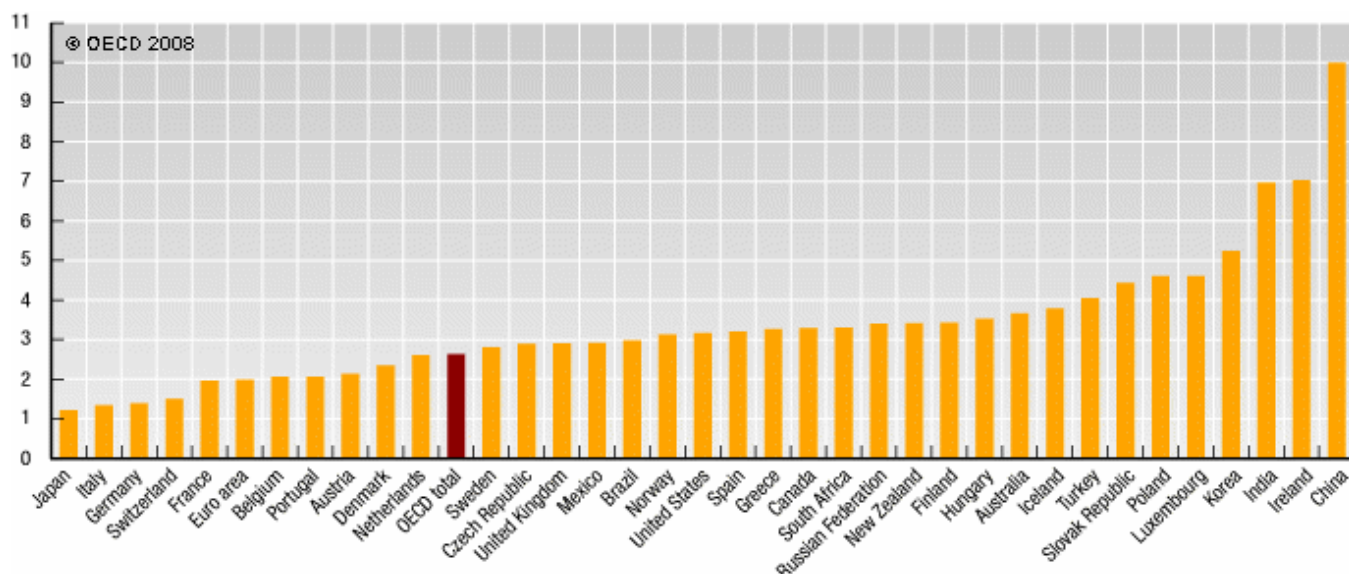
### Doc 1 : PIB



### Doc 2 : PIB/hab



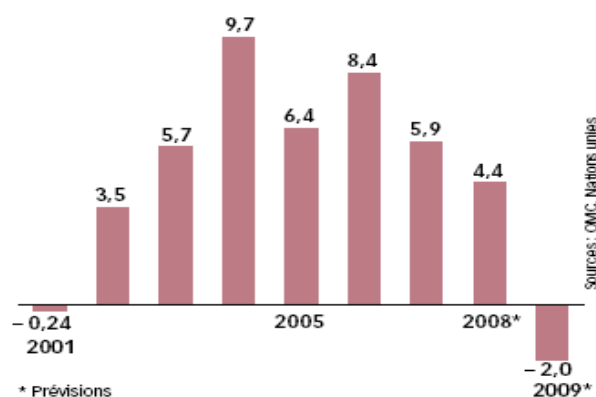
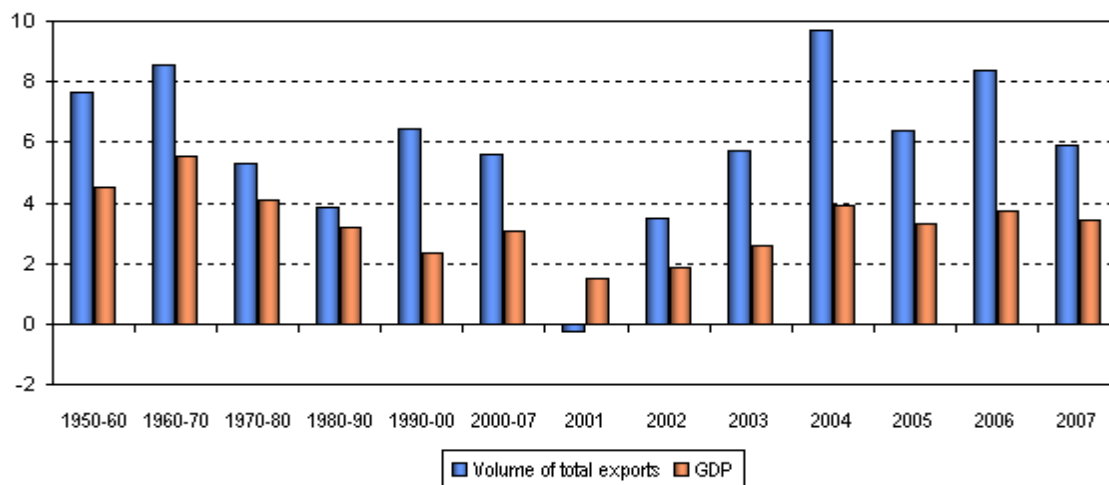
### Doc 3 : Croissance en volume du PIB/hab de 1993 à 2006



### III) L'essor du commerce international

#### Doc 4 : Taux de croissance annuels moyens en volume des exportations et du PIB mondial

Source : OMC Statistiques du commerce international 2008



## Doc 5 : Un effondrement du commerce international ? Le plongeon des échanges internationaux. Source : Blog Loïc Abadie 29/01/2009

La crise japonaise (toujours pas terminée 17 ans après) a eu lieu dans un contexte global très favorable : une économie mondiale en croissance régulière, qui a permis au Japon de limiter la casse grâce à des exportations soutenues.

Les derniers chiffres qui sont tombés depuis décembre montrent cette fois une toute autre réalité, en particulier sur la zone Asie censée être la plus dynamique et pouvoir jouer un rôle de compensation.

- Les exportations de la Corée vers la Chine ont chuté de 35,4% sur un an

En global, ces exportations coréennes sont prévues de chuter de 30% en janvier 2009

- Les exportations du Japon ont chuté de 35% sur un an, selon les données de décembre 2008 (les prix de gros ayant chuté de 13,9%, fait sans précédent depuis plus de 25 ans...petit "clin d'oeil" amusant à ceux qui voient l'inflation arriver au coin de la rue)

- A Taiwan, les exportations ont chuté de 42%, et la production industrielle de 32%.

« The economist » cite dans son dernier article des reculs du PIB à -15% en rythme annualisé en moyenne sur Singapour, la Corée, Taiwan et Hong-Kong, ce qui correspond à une situation de profonde dépression économique si elle se maintient.

Même en Chine, les exportations commencent à chuter (-2,8% en décembre 2008), pendant qu'en Inde, les exportations ont plongé de 12,1% en octobre et 9,9% en novembre.

Plus étonnant, les importations y ont connu selon CNN un recul spectaculaire (-22%),

recul confirmé par la chute importante de la production électrique (-10%) observée dans ce pays.

Nouriel Roubini fait une remarque intéressante au sujet de la Chine : la croissance de 6,8% observée au dernier trimestre (qui est déjà un chiffre faible pour ce pays) est exprimée sur une base annuelle (comparaison entre le T4 2008 et le T4 2007). Mais d'un trimestre sur l'autre (entre le T3 et le T4 2008), la croissance y serait de 0% voire négative.

L'impossible (une croissance négative en Chine) va-t-il se produire ?

Plus près de nous, les exportations plongent également en Allemagne, dont la tradition exportatrice est bien connue. La aussi le recul est impressionnant : -11% sur un an.

Les chiffres disponibles (y compris chez les pays émergents) nous montrent donc une seule chose : un effondrement des échanges commerciaux, d'ampleur mondiale et sans précédent.

Le "reste du monde" a sauvé (temporairement) le Japon d'une certaine manière, transformant ce qui aurait pu être une grave dépression en simple crise prolongée...Mais cette dépression est maintenant en train de rattraper le Japon.

Dans le cas actuel au contraire, il devient de plus en plus probable qu'aucun pays ou groupe de pays ne sera cette fois disponible pour nous sauver la mise : nous nous dirigeons bien vers une

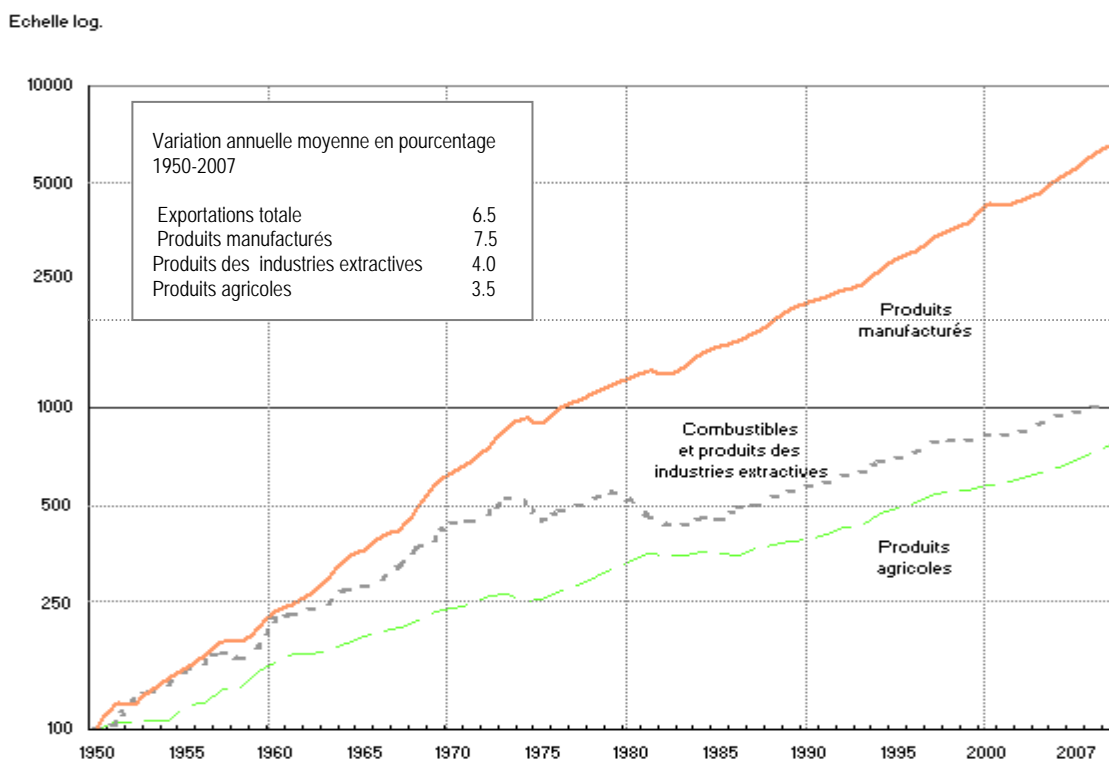
profonde dépression économique, et ce ne sont pas les plans en cours de responsables dépassés par la situation, qui croient trouver leur bouée de sauvetage dans la fuite en avant keynésienne, qui y changeront quoi que ce soit.

Je vais faire prochainement une série d'articles sur ce mythe keynésien et l'absurdité et le danger que représente les politiques de relance actuelles, basées sur une nième fuite en avant dans la dette, et dont l'échec devient chaque jour plus évident.

Cette chute des échanges internationaux est évidemment de nature déflationniste, par la réduction de la demande mondiale qui est associée, y compris sur le secteur des matières premières.

## Doc 6 : Volume du commerce mondial des marchandises par grand groupe de produits, 1950-2007 (Indices de volume, 1950=100)

Source : OMC Statistiques du commerce international 2008

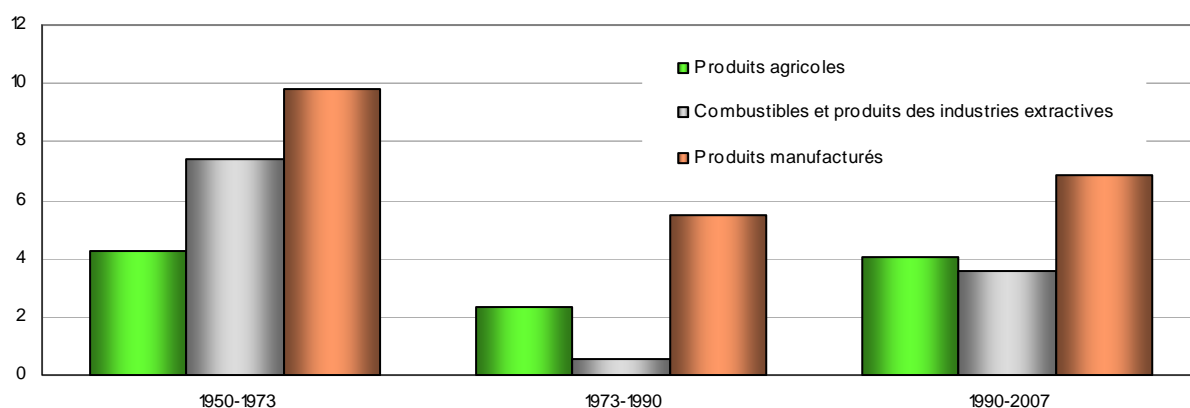


## Doc 7 : Taux de croissance en volume par produit et par période



Source : OMC Statistiques du commerce international 2008

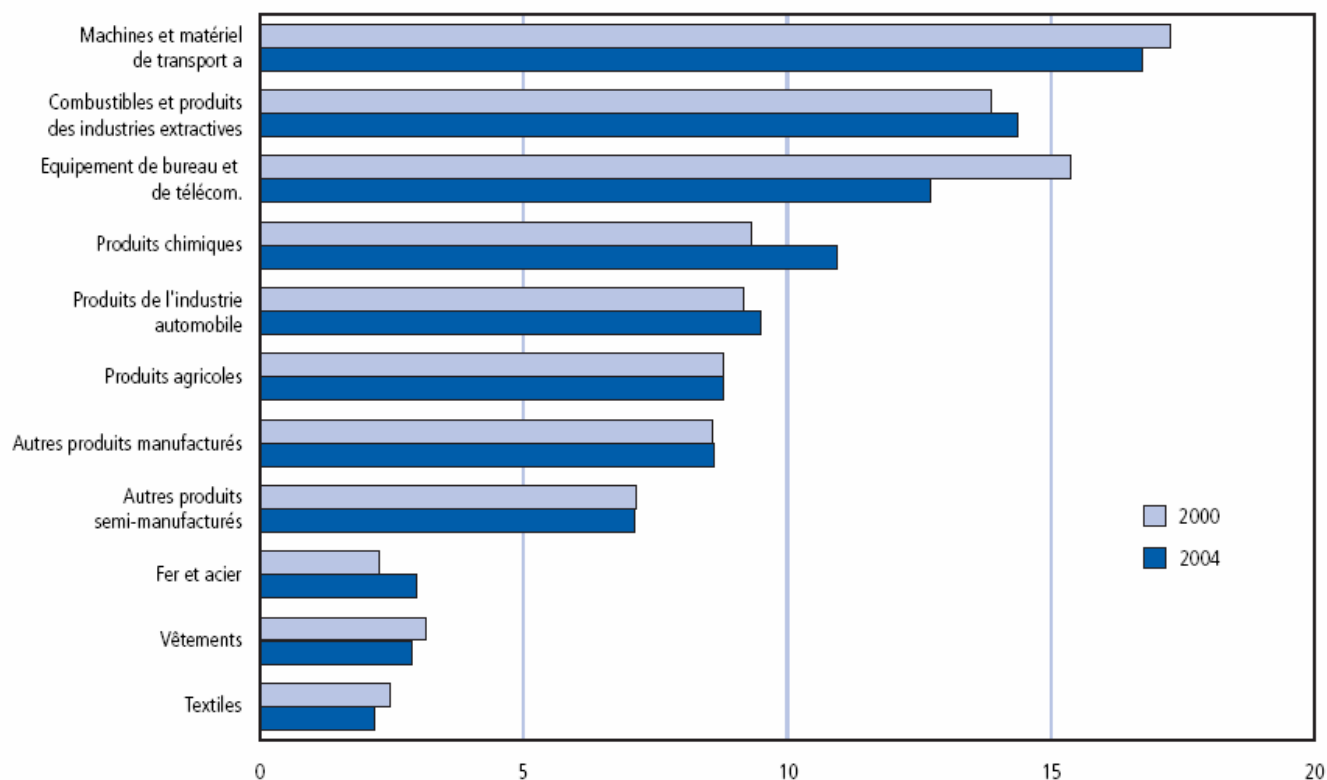
Variation annuelle moyenne en pourcentage



Doc 8 : Composition des marchandises Source : OMC Statistiques du commerce international 2006

#### Exportations mondiales de marchandises par produit, 2000 et 2004

(Pourcentage de la valeur totale)

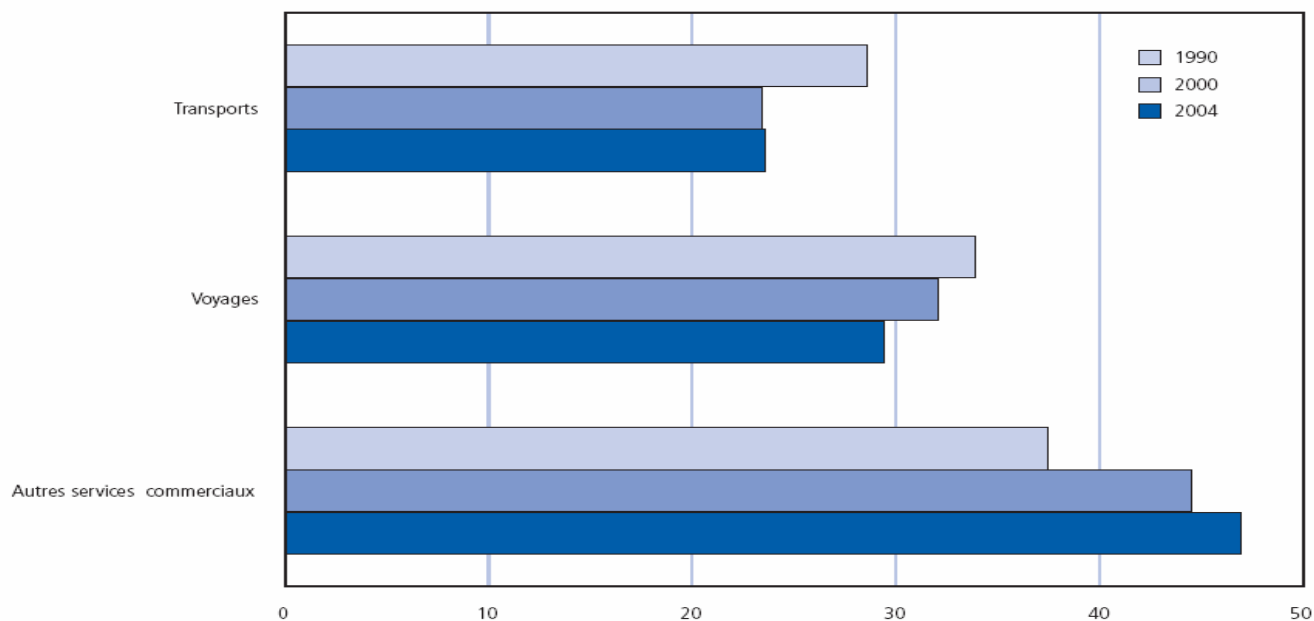


a Non compris les produits de l'industrie automobile et les machines de bureau et équipement de télécommunication (sauf indication contraire, ceux-ci sont inclus dans la rubrique machines et matériel de transport dans l'ensemble du rapport).

**Doc 9 : Composition des services** Source : OMC Statistiques du commerce international 2006

**Exportations mondiales des services commerciaux par catégorie, 1990, 2000 et 2004**

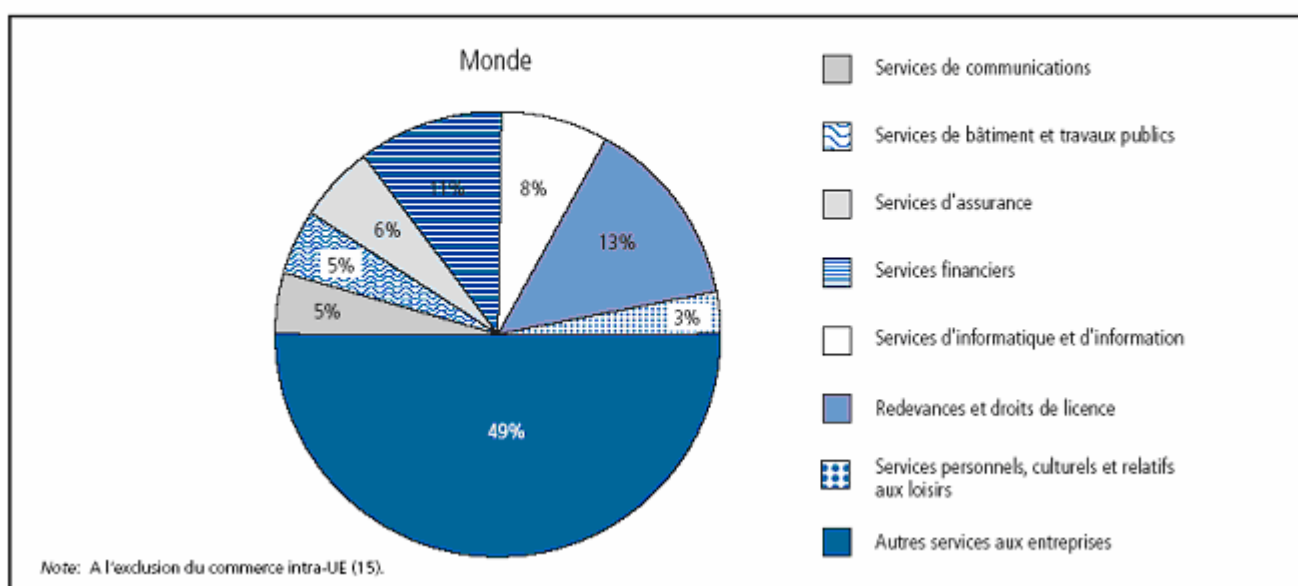
(Pourcentage de la valeur totale)



**Doc 10 : Composition autres services commerciaux** Source : OMC Statistiques du commerce international 2006

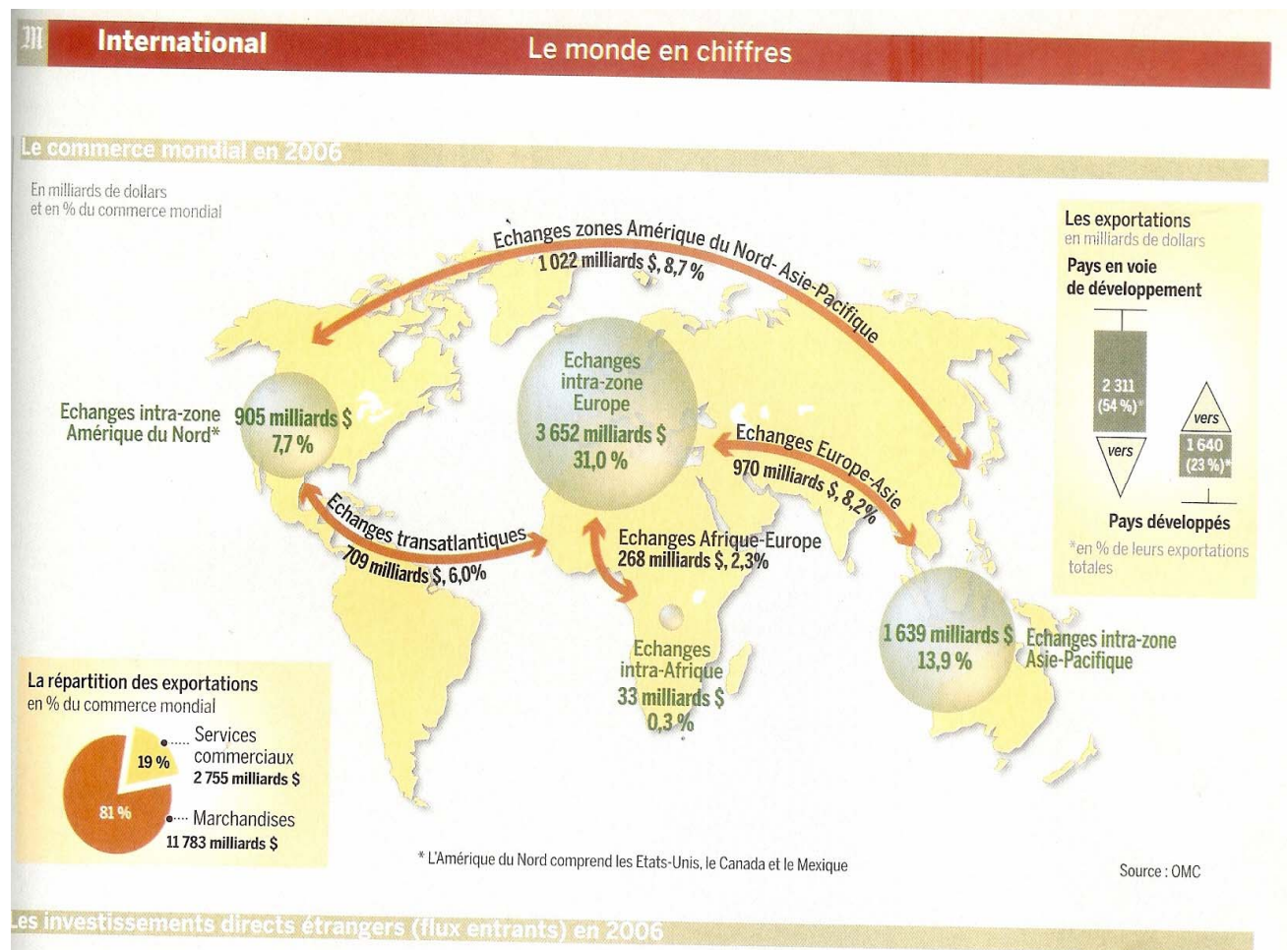
**Autres services commerciaux - Exportations mondiales, par catégorie 2003**

(En pourcentage)

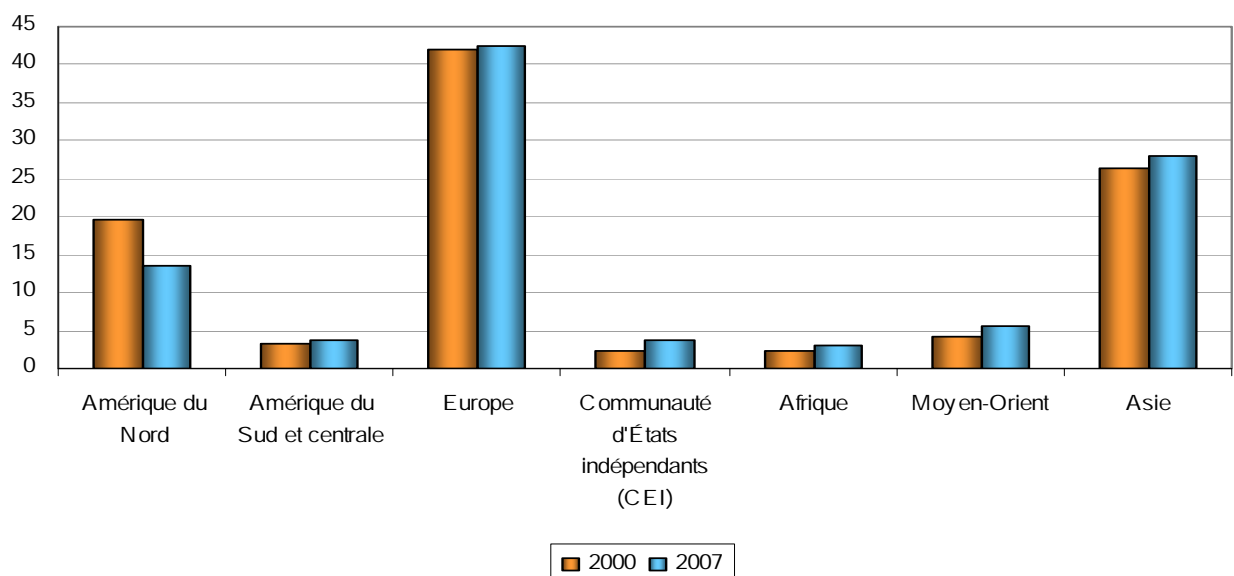


#### IV) Polarisation des échanges.

Doc 11 Le commerce mondial en 2006 Source OMC in Bilan du Monde 2008



Doc 12 : Répartition des exportations mondiales de marchandises par région, 2000 et 2007 Source : OMC Statistiques du commerce international 2008



# Doc 13 : Commerce intrarégional et interrégional des marchandises, 2007

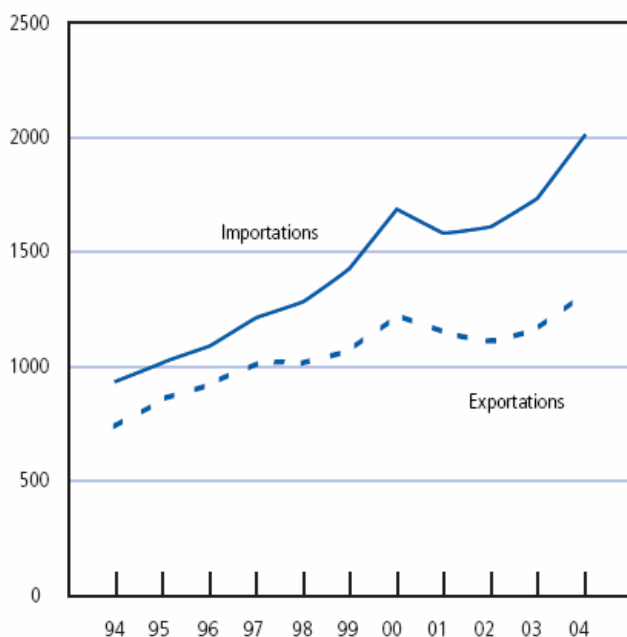
Source : OMC Statistiques du commerce international 2008

Origine (En milliards de dollars et en pourcentage)	Amérique du Nord	Amérique du Sud et Centrale	Europe	CEI	Afrique	Moyen-Orient	Asie	Monde
Valeur								
<b>Monde</b>	<b>2517</b>	<b>451</b>	<b>5956</b>	<b>397</b>	<b>355</b>	<b>483</b>	<b>3294</b>	<b>13619</b>
Amérique du Nord	951,2	130,7	328,7	12,4	27,3	50,1	352,1	1853,5
Amérique du Sud et centrale	151,3	122,0	105,6	6,4	13,7	9,1	80,2	499,2
Europe	458,5	80,4	4243,6	189,0	147,7	152,9	433,7	5772,2
Communauté d'États indépendants (CEI)	23,6	6,3	287,5	103,2	6,9	16,2	59,6	510,3
Afrique	91,9	14,6	167,5	0,9	40,5	10,5	80,9	424,1
Moyen-Orient	83,9	4,4	108,3	4,8	27,5	93,4	397,3	759,9
Asie	756,4	92,3	714,6	79,8	91,4	150,4	1889,8	3799,7
Part des courants d'échanges régionaux dans les exportations totales de marchandises de chaque région								
<b>Monde</b>	<b>18,5</b>	<b>3,3</b>	<b>43,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>3,5</b>	<b>24,2</b>	<b>100,0</b>
Amérique du Nord	51,3	7,0	17,7	0,7	1,5	2,7	19,0	100,0
Amérique du Sud et centrale	30,3	24,4	21,2	1,3	2,7	1,8	16,1	100,0
Europe	7,9	1,4	73,5	3,3	2,6	2,6	7,5	100,0
Communauté d'États indépendants (CEI)	4,6	1,2	56,3	20,2	1,3	3,2	11,7	100,0
Afrique	21,7	3,4	39,5	0,2	9,5	2,5	19,1	100,0
Moyen-Orient	11,0	0,6	14,3	0,6	3,6	12,3	52,3	100,0
Asie	19,9	2,4	18,8	2,1	2,4	4,0	49,7	100,0
Part des courants d'échanges régionaux dans le commerce mondial de marchandises								
<b>Monde</b>	<b>18,5</b>	<b>3,3</b>	<b>43,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>3,5</b>	<b>24,2</b>	<b>100,0</b>
Amérique du Nord	7,0	1,0	2,4	0,1	0,2	0,4	2,6	13,6
Amérique du Sud et centrale	1,1	0,9	0,8	0,0	0,1	0,1	0,6	3,7
Europe	3,4	0,6	31,2	1,4	1,1	1,1	3,2	42,4
Communauté d'États indépendants (CEI)	0,2	0,0	2,1	0,8	0,1	0,1	0,4	3,7
Afrique	0,7	0,1	1,2	0,0	0,3	0,1	0,6	3,1
Moyen-Orient	0,6	0,0	0,8	0,0	0,2	0,7	2,9	5,6
Asie	5,6	0,7	5,2	0,6	0,7	1,1	13,9	27,9

## Doc 14 Source OMC 2006

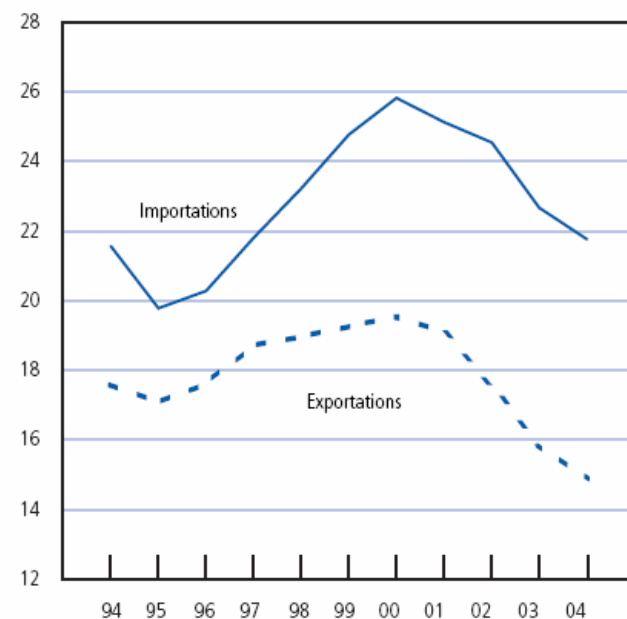
### Commerce des marchandises de l'Amérique du Nord, 1994-04

(En milliards de dollars)



### Part de l'Amérique du Nord dans le commerce mondial des marchandises, 1994-04

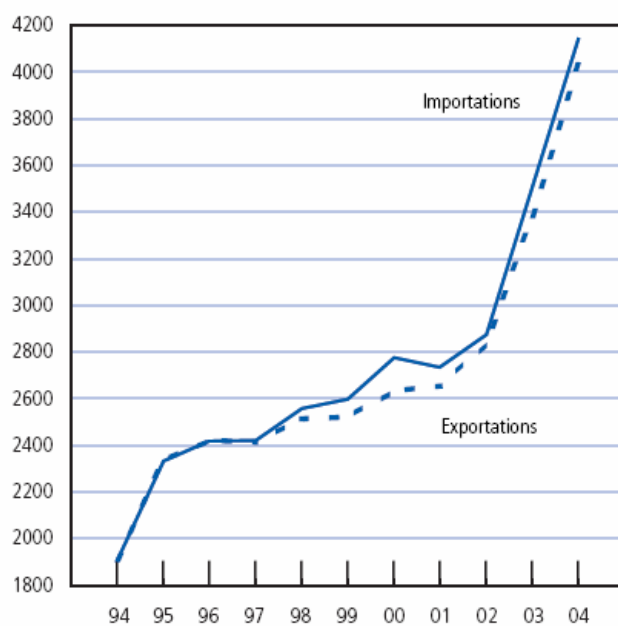
(En pourcentage de la valeur)



## Doc 15 Source OMC 2006

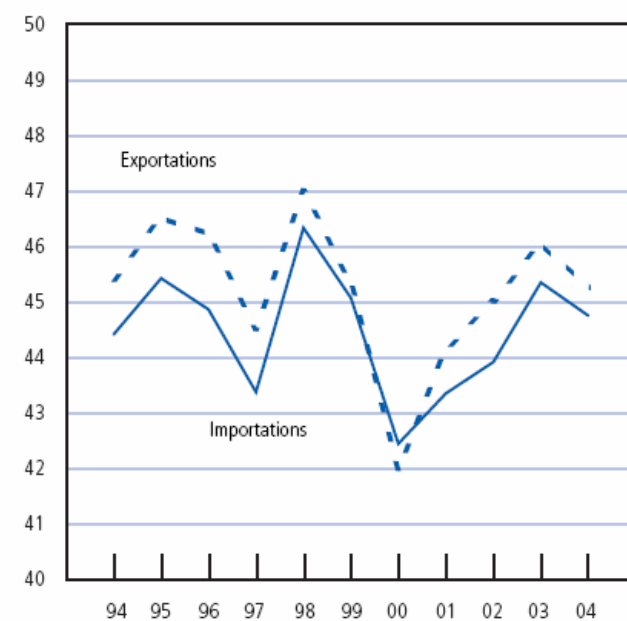
### Commerce des marchandises de l'Europe, 1994-04

(En milliards de dollars)



### Part de l'Europe dans le commerce mondial des marchandises, 1994-04

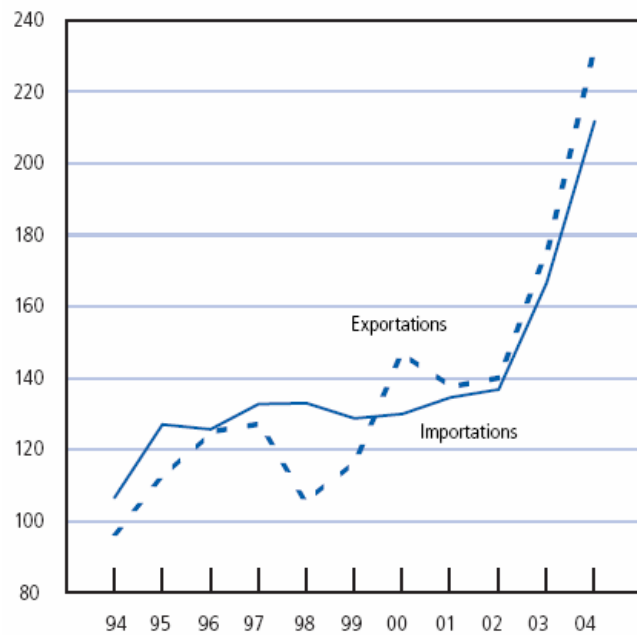
(En pourcentage de la valeur)



## Doc 16 Source OMC 2006

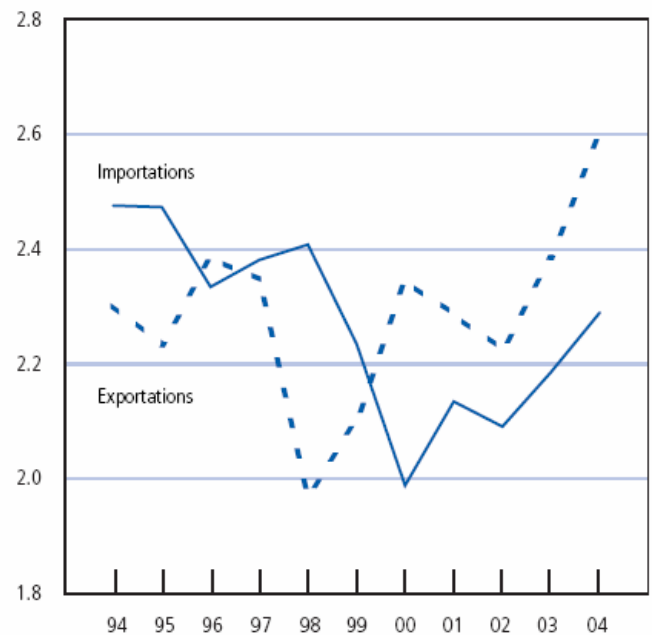
### Commerce des marchandises de l'Afrique, 1994-04

(En milliards de dollars)



### Part de l'Afrique dans le commerce mondial des marchandises, 1994-04

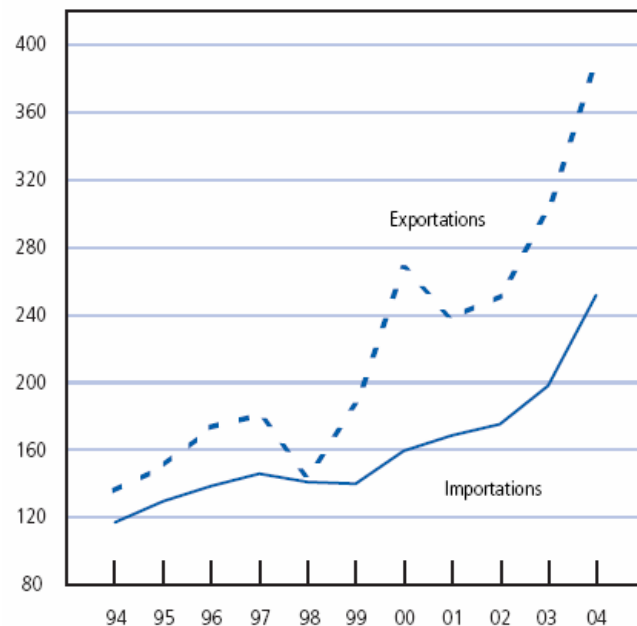
(En pourcentage de la valeur)



## Doc 17 Source OMC 2006

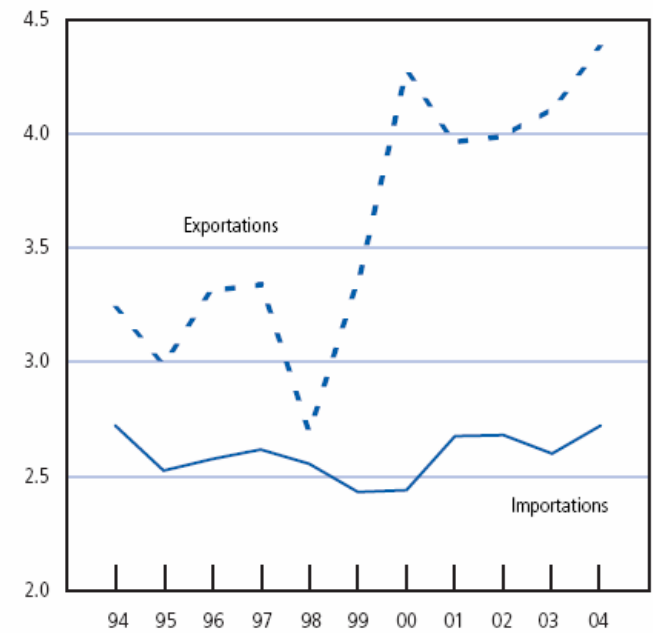
### Commerce des marchandises du Moyen-Orient, 1994-04

(En milliards de dollars)



### Part du Moyen-Orient dans le commerce mondial des marchandises, 1994-04

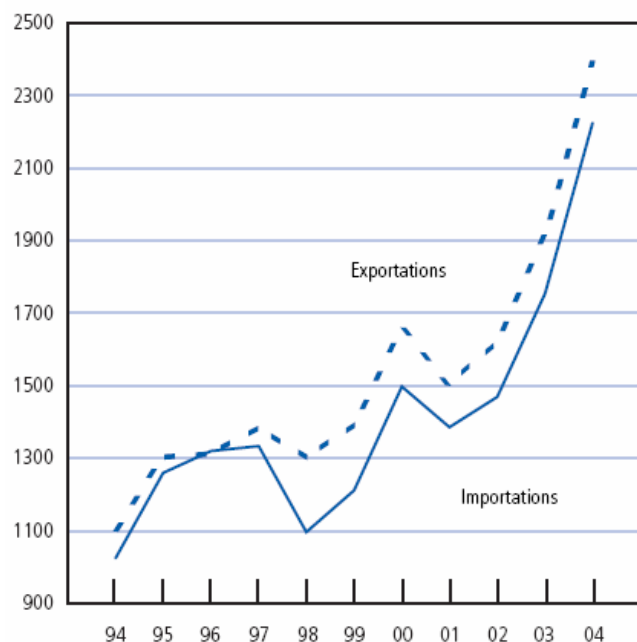
(En pourcentage de la valeur)



## Doc 18 Source OMC 2006

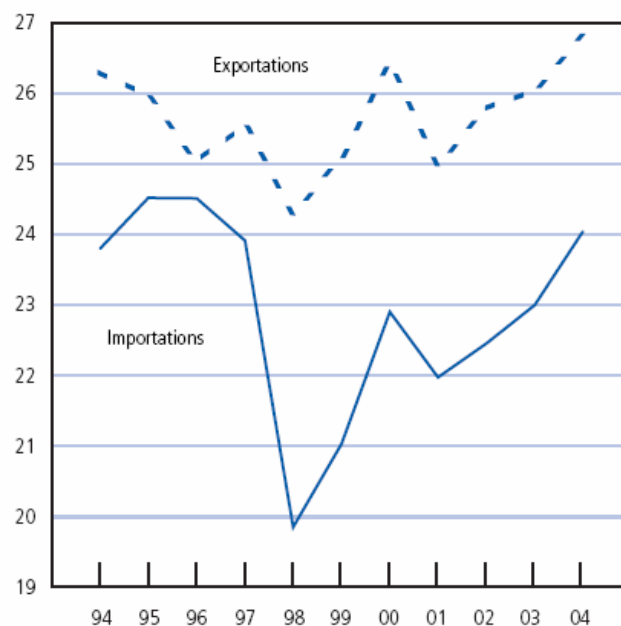
### Commerce des marchandises de l'Asie, 1994-04

(En milliards de dollars)



### Part de l'Asie dans le commerce mondial des marchandises, 1994-04

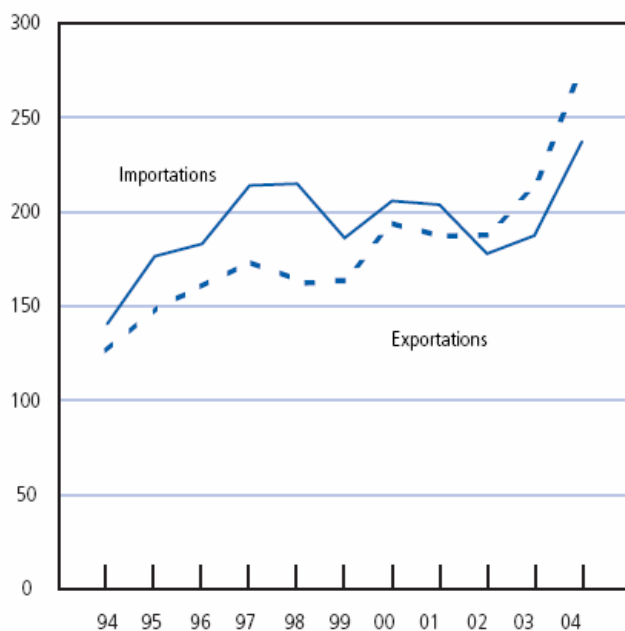
(En pourcentage de la valeur)



## Doc 19 Source OMC 2006

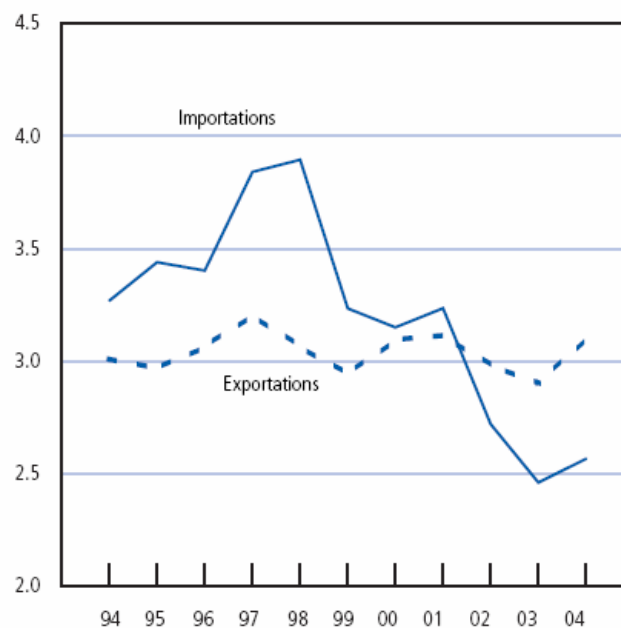
### Commerce des marchandises de l'Amérique du Sud et centrale, 1994-04

(En milliards de dollars)



### Part de l'Amérique du Sud et centrale dans le commerce mondial des marchandises, 1994-04

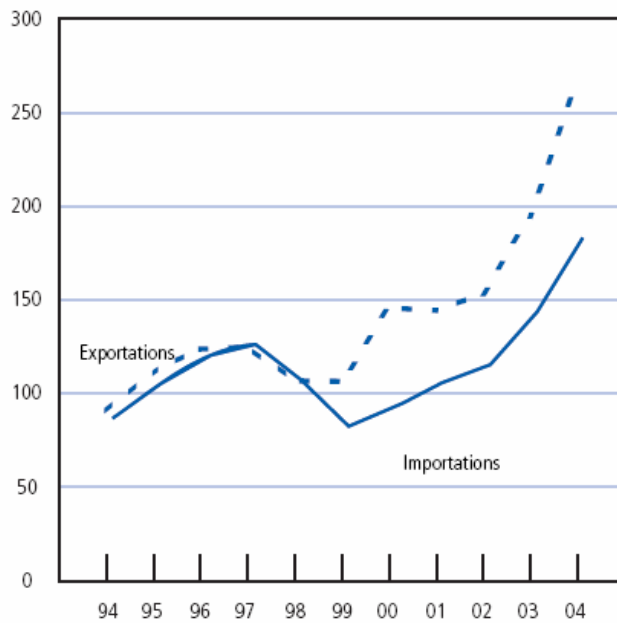
(En pourcentage de la valeur)



## Doc 20 Source OMC 2006

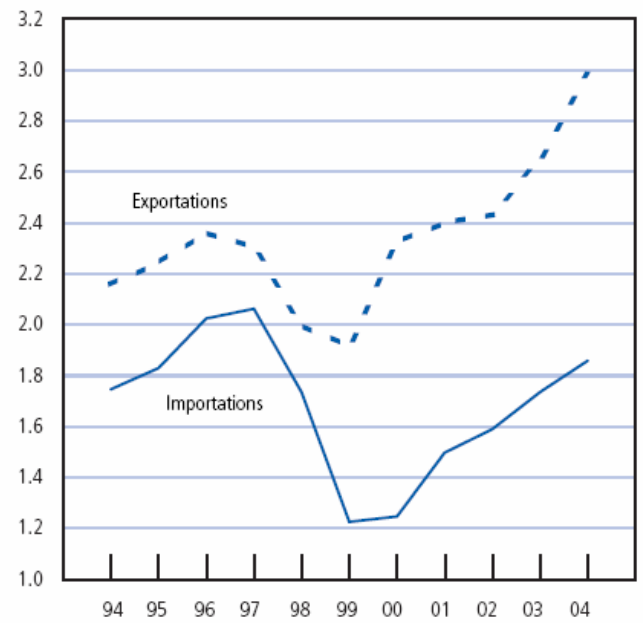
### Commerce des marchandises de la Communauté d'Etats indépendants (CEI), 1994-04

(En milliards de dollars)



### Communauté d'Etats indépendants (CEI) - Part dans le commerce mondial des marchandises, 1994-04

(En pourcentage de la valeur)





## V) Place des pays dans la DIT

Doc 21 : Principaux exportateurs et importateurs participant au commerce mondial des marchandises 2007. Source : OMC 2008

Rang	Exportateurs	Valeur	Part	Variation annuelle en pourcentage	Rang	Importateurs	Valeur	Part	Variation annuelle en pourcentage
1	Allemagne	1326,4	9,5	20	1	États-Unis	2020,4	14,2	5
2	Chine	1217,8	8,7	26	2	Allemagne	1058,6	7,4	17
3	États-Unis	1162,5	8,3	12	3	Chine	956,0	6,7	21
4	Japon	712,8	5,1	10	4	Japon	621,1	4,4	7
5	France	553,4	4,0	12	5	Royaume-Uni	619,6	4,4	3
6	Pays-Bas	551,3	4,0	19	6	France	615,2	4,3	14
7	Italie	491,5	3,5	18	7	Italie	504,5	3,5	14
8	Royaume-Uni	437,8	3,1	-2	8	Pays-Bas	491,6	3,5	18
9	Belgique	430,8	3,1	17	9	Belgique	413,2	2,9	17
10	Canada	419,0	3,0	8	10	Canada	389,6	2,7	9
11	Corée, République de	371,5	2,7	14	11	Espagne	372,6	2,6	13
12	Russie, Fédération de	355,2	2,5	17	12	Hong Kong, Chine importations définitives	370,1	2,6	10
13	Hong Kong, Chine exportations d'origine locale	349,4	2,5	8	13	Corée, République de	93,3	0,7	8
	réexportations	18,1	0,1	-20			356,8	2,5	15
14	Singapour	331,3	2,4	10	14	Mexique a	296,3	2,1	11
	exportations d'origine locale	299,3	2,1	10					
	réexportations	156,0	1,1	9					
15	Mexique	143,3	1,0	11	15	Singapour importations définitives	272,0	2,0	9
16	Taipei chinois	246,4	1,8	10	16	Russie, Fédération de a	263,2	1,8	10
17	Espagne	241,0	1,7	13	17		119,9	0,8	9
18	Arabie saoudite b	234,2	1,7	11	18	Taipei chinois	223,4	1,6	36
19	Malaisie	176,2	1,3	10	19	Inde	219,6	1,5	8
20	Émirats arabes unis b	173,0	1,2	19	20	Turquie	216,6	1,5	24
21	Suisse	172,1	1,2	16	21	Australie	170,1	1,2	22
22	Suède	169,1	1,2	14	22	Pologne	165,3	1,2	19
23	Autriche	162,9	1,2	19	23	Autriche	162,7	1,1	28
24	Brésil	160,6	1,2	17	24	Suisse	162,4	1,1	18
25	Thaïlande	153,1	1,1	17	25	Suède	161,2	1,1	14
26	Inde	145,3	1,0	20	26	Malaisie	151,3	1,1	19
27	Australie	141,3	1,0	14	27	Thaïlande	147,0	1,0	12
28	Pologne	138,8	1,0	25	28	Émirats arabes unis b	140,8	1,0	9
29	Norvège	136,4	1,0	12	29	Brésil	132,0	0,9	32
30	République tchèque	122,4	0,9	29	30	République tchèque a	126,6	0,9	32
31	Irlande	121,0	0,9	11	31	Danemark	117,9	0,8	27
32	Indonésie	118,0	0,8	14	32	Hongrie	99,6	0,7	17
33	Turquie	107,2	0,8	25	33	Indonésie	95,0	0,7	21
34	Danemark	103,5	0,7	12	34	Afrique du Sud b	92,4	0,6	15
35	Hongrie	94,6	0,7	26	35	Arabie saoudite	91,0	0,6	18
36	Finlande	89,7	0,6	16	36	Irlande	90,2	0,6	29
37	Iran, Rép. islamique d' b	86,0	0,6	12	37	Finlande	82,5	0,6	13
38	Afrique du Sud Rép. bolivarienne du	69,8	0,5	20	38	Norvège	81,5	0,6	18
39	Venezuela	69,2	0,5	6	39	Portugal	80,3	0,6	25
40	Chili	68,3	0,5	18	40	Grèce	78,1	0,5	17
						Roumanie	76,1	0,5	20
							69,9	0,5	37
	<b>Monde c</b>	<b>13950,0</b>	<b>100,0</b>	<b>15</b>		<b>Monde c</b>	<b>14244,0</b>	<b>100,0</b>	<b>15</b>

a Importations f.a.b.

b Estimations du Secrétariat.

c Y compris d'importantes réexportations ou importations destinées à la réexportation.

**Doc 22 Principaux exportateurs et importateurs participant au commerce mondial des services commerciaux, 2007** Source : OMC Statistiques du commerce international 2008

Rang	Exportateurs	Valeur	Part	Variation annuelle en pourcentage	Rang	Importateurs	Valeur	Part	Variation annuelle en pourcentage
1	États-Unis	456,4	13,9	15	1	États-Unis	335,9	10,9	9
2	Royaume-Uni	273,0	8,3	18	2	Allemagne	250,5	8,1	15
3	Allemagne	205,8	6,3	15	3	Royaume-Uni	194,1	6,3	13
4	France	136,7	4,2	16	4	Japon	148,7	4,8	11
5	Espagne	128,3	3,9	21	5	Chine	129,3	4,2	29
6	Japon	127,1	3,9	10	6	France	124,1	4,0	16
7	Chine	121,7	3,7	33	7	Italie	118,3	3,8	21
8	Italie	110,5	3,4	13	8	Espagne	98,4	3,2	26
9	Inde	89,7	2,7	20	9	Irlande	94,5	3,1	20
10	Irlande	89,0	2,7	30	10	Pays-Bas	86,8	2,8	10
11	Pays-Bas	87,5	2,7	9	11	Corée, République de	82,5	2,7	21
12	Hong Kong, Chine	82,7	2,5	14	12	Canada	80,3	2,6	12
13	Belgique	75,5	2,3	...	13	Inde	77,2	2,5	22
14	Singapour	67,3	2,0	14	14	Belgique	70,6	2,3	...
15	Suède	63,8	1,9	28	15	Singapour	70,1	2,3	14
16	Luxembourg	62,3	1,9	23	16	Russie, Fédération de	57,8	1,9	32
17	Danemark	61,8	1,9	17	17	Danemark	54,0	1,7	19
18	Corée, République de	61,5	1,9	27	18	Suède	47,8	1,5	21
19	Suisse	61,5	1,9	21	19	Hong Kong, Chine	41,0	1,3	11
20	Canada	61,4	1,9	6	20	Autriche	38,9	1,3	17
21	Autriche	55,2	1,7	21	21	Norvège	38,6	1,3	24
22	Grèce	43,1	1,3	21	22	Australie	38,2	1,2	21
23	Norvège	40,7	1,2	23	23	Thaïlande	38,0	1,2	16
24	Australie	39,7	1,2	23	24	Luxembourg	36,0	1,2	19
25	Russie, Fédération de	39,1	1,2	27	25	Taipei chinois	35,3	1,1	8
26	Taipei chinois	30,9	0,9	7	26	Brésil	34,8	1,1	28
27	Thaïlande	28,8	0,9	17	27	Suisse	33,9	1,1	18
28	Pologne	28,6	0,9	39	28	Arabie saoudite	30,6	1,0	58
29	Turquie	28,2	0,9	13	29	Émirats arabes unis a	28,1	0,9	...
30	Malaisie	28,2	0,9	30	30	Malaisie	27,8	0,9	18
31	Brésil	22,6	0,7	26	31	Pologne	24,3	0,8	25
32	Portugal	22,1	0,7	26	32	Mexique	24,0	0,8	7
33	Israël	21,1	0,6	10	33	Indonésie a	23,3	0,8	...
34	Finlande	20,7	0,6	19	34	Finlande	20,8	0,7	12
35	Égypte	19,7	0,6	24	35	Grèce	19,5	0,6	23
36	Mexique	17,8	0,5	9	36	Israël	17,8	0,6	21
37	Hongrie	16,6	0,5	26	37	Afrique du Sud	16,3	0,5	17
38	République tchèque	16,3	0,5	23	38	Hongrie	15,0	0,5	30
39	Macao, Chine	14,5	0,4	37	39	Turquie	14,1	0,5	35
40	Ukraine	13,6	0,4	26	40	République tchèque	13,9	0,5	19
<b>Monde</b>		<b>3290,0</b>	<b>100,0</b>	<b>18</b>	<b>Monde</b>		<b>3085,0</b>	<b>100,0</b>	<b>18</b>

a Estimation du Secrétariat.

## VI) La régionalisation des échanges

### **Doc 23 : Les Accords Commerciaux Régionaux**

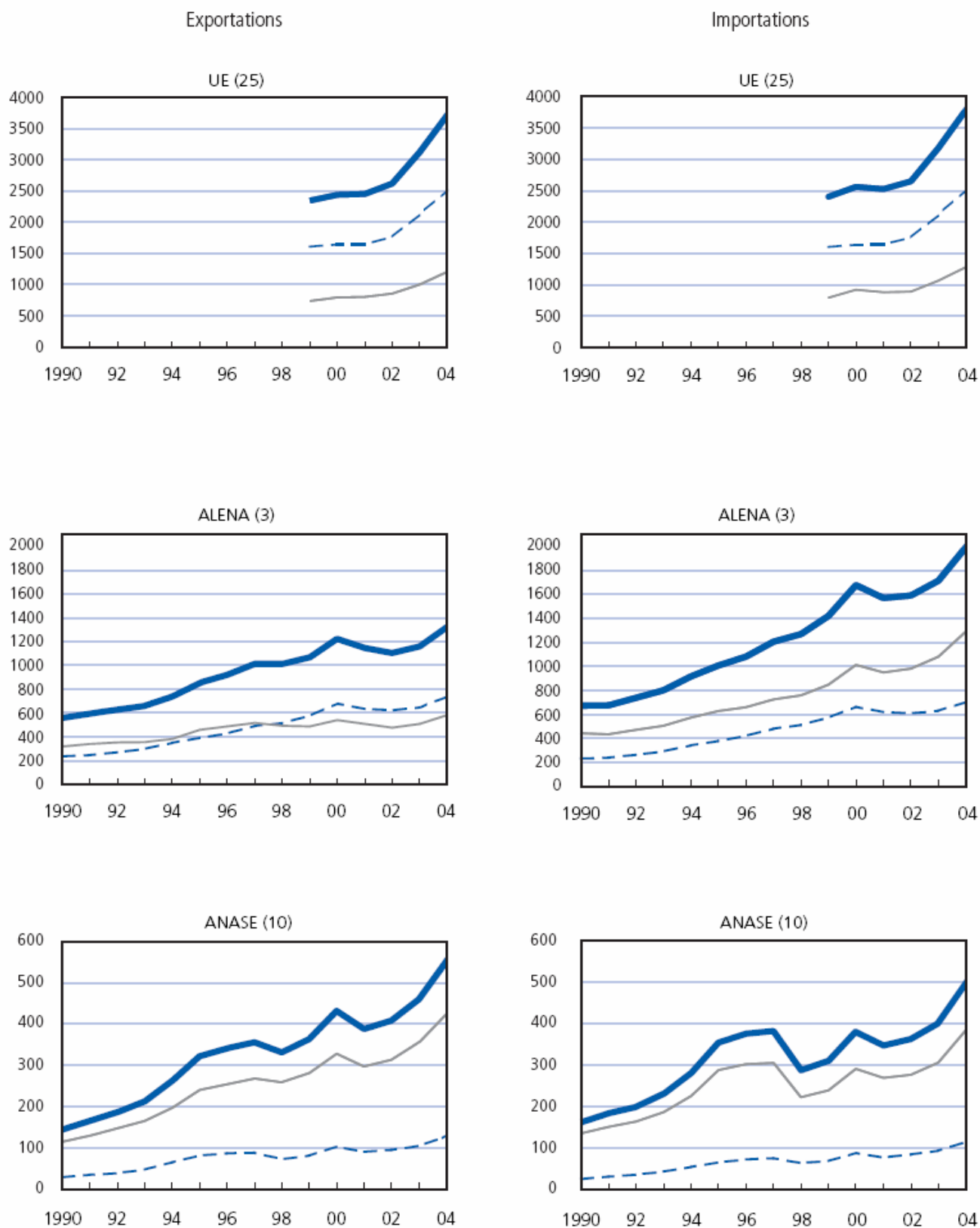
Source : OMC Statistiques du commerce international 2008

<b>ACP</b>	Groupe des États d'Afrique, des Caraïbes et du Pacifique
<b>AELE</b>	Association européenne de libre-échange
<b>AFTA</b>	Zone de libre-échange de l'ANASE
<b>AIE</b>	Agence internationale de l'énergie
<b>ALENA</b>	Accord de libre-échange nord-américain
<b>ANASE</b>	Association des nations de l'Asie du Sud-Est
<b>ASACR</b>	Association sud-asiatique de coopération régionale
<b>CARICOM</b>	Marché commun des Caraïbes
<b>CCG</b>	Conseil de coopération du Golfe
<b>CEDEAO</b>	Communauté économique des États de l'Afrique de l'Ouest
<b>CEE/ONU</b>	Commission économique pour l'Europe
<b>CEEAC</b>	Communauté économique des États de l'Afrique centrale
<b>CEI</b>	Communauté d'États indépendants
<b>CEMAC</b>	Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale
<b>COMESA</b>	Marché commun de l'Afrique de l'Est et de l'Afrique australe
<b>MCCA</b>	Marché commun centraméricain
<b>MERCOSUR</b>	Marché commun du Sud
<b>SADC</b>	Communauté de développement de l'Afrique australe
<b>SAPTA</b>	Arrangement d'échanges préférentiels de l'Asie du Sud
<b>UE</b>	Union européenne
<b>UEMOA</b>	Union économique et monétaire ouest-africaine

**Doc 24 : Source : OMC Statistiques du commerce international 2006**

**Commerce des marchandises dans le cadre de divers arrangements d'intégration régionale, 1990-04**

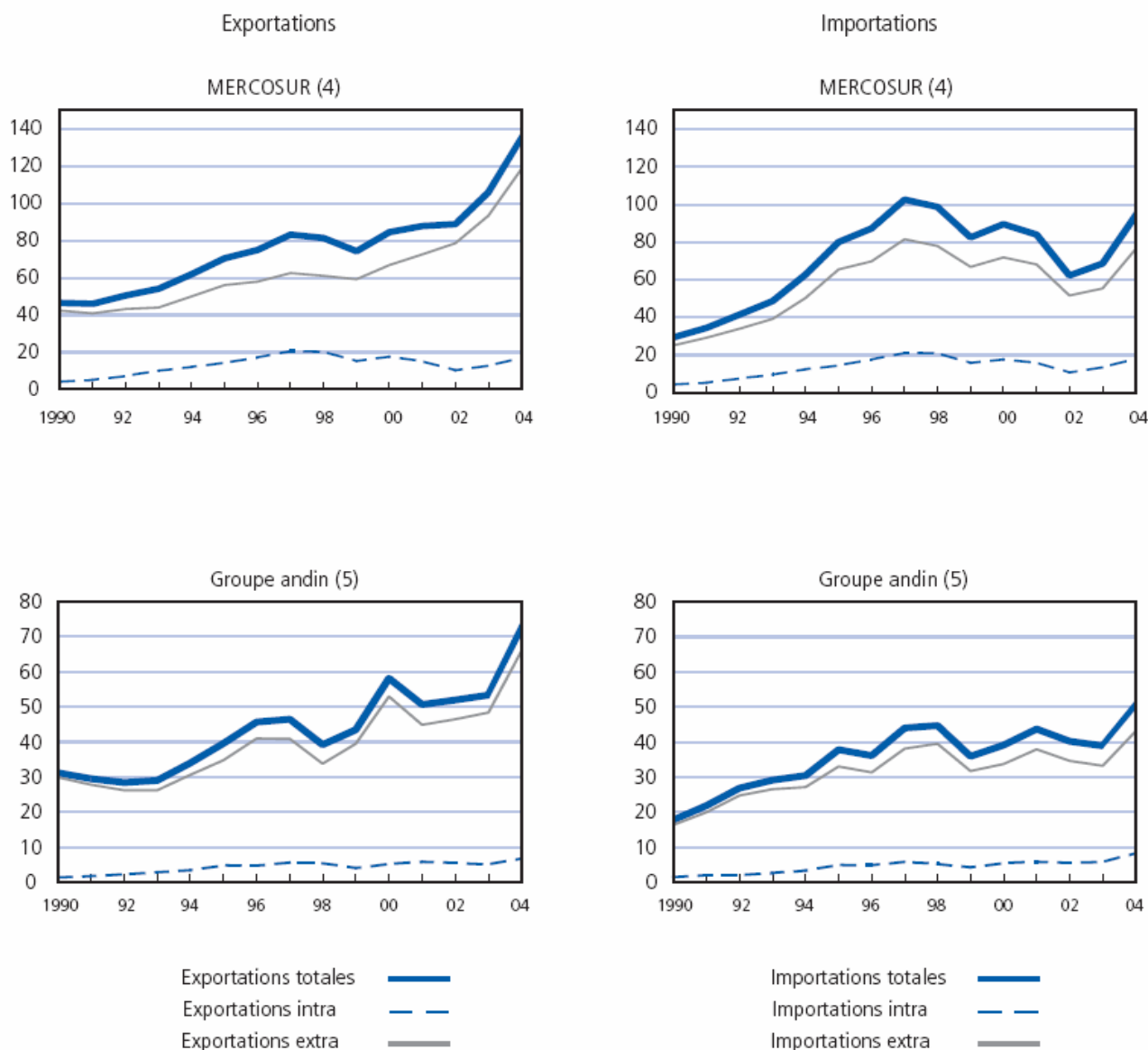
(En milliards de dollars)



**Doc 25 : Source : OMC Statistiques du commerce international 2006**

**Commerce des marchandises dans le cadre de divers arrangements d'intégration régionale, 1990-04**

(En milliards de dollars)



UE : Allemagne, Autriche, Belgique, Chypre, Danemark, Espagne, Estonie, Finlande, France, Grèce, Hongrie, Irlande, Italie, Lettonie, Lituanie, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, Pologne, Portugal, Royaume-Uni, Slovaquie, Slovénie, Suède, République tchèque.

ALENA : Canada, Mexique, USA

ANASE : Brunei Darussalam Cambodge Indonésie Lao RDP Malaisie Myanmar Philippines Singapour Thaïlande Vietnam

MERCOSUR : (*Mercosul* en portugais, *Mercosud* en français) est la communauté économique des pays de l'Amérique du Sud : Argentine, Brésil, Paraguay, Uruguay, Venezuela (2006).

Pacte Andin : Bolivie, Colombie, Equateur, Pérou, Venezuela.

## Dossier 2 : La France dans la DIT.

## Plan dossier 2

I. Lexique

II. Données statistiques pour la France

III. Méthodologie de la balance des paiements

IV. Un déclin français ?

## LEXIQUE 2

### Balance commerciale

compte retraçant les échanges de marchandises (exportations, c'est-à-dire ventes, et importations, c'est-à-dire achats) entre un pays et le reste du monde. Le solde de la balance commerciale mesure la différence entre les ventes et les achats : il permet de connaître la quantité de devises (ou monnaies étrangères) qui sont entrées ou sorties du territoire au titre de son activité commerciale.

La balance commerciale est de moins en moins significative, en raison de la forte progression des échanges internationaux de services, qui ne sont pas pris en compte par la balance commerciale : assurances, services financiers, télécommunications, transports, tourisme, brevets, redevances (par exemple : ce qui est versé à Walt Disney Company pour utiliser l'image des personnages créés par Walt Disney), etc., représentent désormais un tiers des échanges de marchandises. On peut donc imaginer qu'un gros déficit de la balance commerciale soit compensé par un excédent des échanges de services (appelés aussi invisibles), et inversement. Mais le chiffre de la balance commerciale est connu tous les mois, alors que celui des invisibles n'est connu que tous les trimestres, avec retard et avec une certaine approximation, car les services, le plus souvent immatériels, n'ont pas à passer par un port ou un service de douanes pour être échangés.

### Balance des invisibles

compte retraçant les sorties ou les entrées de devises liées à des services, des revenus de facteurs de production et à des transferts unilatéraux.

Le terme d'invisibles signifie tout simplement que la contrepartie de ces paiements n'est pas matérialisable. Lorsqu'il s'agit d'échanges de services, on achète ou on vend des droits de propriété (licences, brevets), des droits d'exploitation (redevances), des prestations particulières (tourisme, transport, télécommunications, assurances, gestion de fonds, etc.), des revenus de facteurs de production (salaires versés à des résidents étrangers, intérêts de prêts, dividendes...). Bien qu'il s'agisse d'invisibles, il y a toujours, dans ce cas, une contrepartie en échange du paiement. En revanche, dans le cas des transferts unilatéraux, cette contrepartie n'existe pas : dons publics ou privés, rapatriements de salaires de travailleurs immigrés, etc. Dans le cas de la France, les ventes de services à l'étranger en font le deuxième exportateur mondial (derrière les Etats-Unis), si bien que la balance des invisibles a été longtemps fortement excédentaire. Depuis quelques années, le montant croissant des emprunts effectués à l'étranger occasionne un gonflement des versements d'intérêts qui a sensiblement réduit l'excédent. A l'inverse, des pays comme le Japon ou l'Allemagne ont une balance des invisibles fortement déficitaire, ce qui explique l'importance d'un excédent commercial pour compenser.

### Balance des paiements courants

désigne le regroupement de la balance commerciale et de la balance des invisibles.

Dans l'analyse économique, la balance des paiements courants joue un rôle fondamental : elle indique dans quelle mesure un pays vit au-dessus ou en dessous de ses moyens. Imaginons qu'elle soit déficitaire : les importations de marchandises et de services, ainsi que le montant des transferts unilatéraux effectués à l'étranger, l'emportent sur les mouvements inverses. Cela signifie que le pays dépense plus qu'il ne produit, donc plus qu'il ne gagne. Donc que le financement de ses investissements dépend de l'épargne étrangère qui vient se placer dans le pays (qu'elle soit à long terme, comme par exemple les investissements directs en provenance de l'étranger, ou qu'elle soit prêtée à court terme).

C'est une situation qui ne peut durer très longtemps, car ces apporteurs de capitaux ne le font jamais à fonds perdus, ils en attendent des revenus. Un déficit des paiements courants n'a donc de sens que de façon transitoire : un pays recourt à l'épargne étrangère pour financer les investissements générateurs de croissance économique, grâce à laquelle il pourra payer les revenus à l'étranger et, si nécessaire, rembourser les fonds empruntés. Mais si la croissance n'est pas au rendez-vous ou, pire encore, si le déficit des paiements courants sert à financer des opérations de consommation, et non des investissements générateurs de production supplémentaire, le pays vit au-dessus de ses moyens ; il se prépare tôt ou tard une crise financière majeure, faute de pouvoir rembourser ce qu'il doit. C'est exactement ce qui s'est passé pour les pays du tiers monde endetté : ils ont emprunté à des taux d'intérêt exorbitants (responsabilité extérieure) pour financer un déficit des paiements courants qui n'était pas dû à des opérations d'investissement rentables (responsabilité intérieure).

A l'inverse, certains pays dégagent régulièrement des excédents de leurs paiements courants (Japon, Allemagne), ce qui leur permet d'accumuler des avoirs qu'ils prêtent ou investissent à l'étranger. Ces pays vieillissants se constituent ainsi une sorte de portefeuille de placements étrangers qui leur permettra de verser ultérieurement à leurs nationaux des revenus intérieurs plus élevés que leur production ne les y autoriserait.



## **Besoin de financement**

mesure l'ensemble de l'épargne qu'un agent donné doit mobiliser auprès d'autres agents pour pouvoir financer ses dépenses, parce que son épargne personnelle et ses revenus sont insuffisants, soit pour une période courte (lorsqu'il existe un décalage entre le moment de la dépense et celui de la perception du revenu, par exemple), soit pour une période longue (lorsque l'immobilisation de fonds issue de la dépense ne peut être couverte que par une succession de montants d'épargne à venir, dans le cas de l'achat d'un appartement par exemple). Au niveau d'une collectivité nationale, le besoin de financement mesure l'insuffisance d'épargne qui résulte d'une dépense globalement supérieure aux revenus. Le besoin de financement de la nation doit alors être couvert par le recours à de l'épargne étrangère, sous forme d'investissements directs ou d'emprunts.

## **CAF (coût, assurance, fret)**

expression indiquant que, dans le prix d'importation d'une marchandise, outre le prix du produit proprement dit (coût), figurent également le montant de l'assurance et celui du port.

Les importations sont habituellement déclarées par les importateurs à leur montant CAF, puisque c'est ce qu'ils doivent payer. Mais le port et l'assurance inclus dans la marchandise sont en réalité des services. Si l'on veut connaître le montant des importations de marchandises stricto sensu, il est donc nécessaire de retirer des importations déclarées la valeur du port et de l'assurance. Lorsque c'est le cas, on dit que l'importation est mesurée FAB (franco à bord).

## **Capacité de financement**

désigne la situation d'un agent qui dépense moins qu'il ne gagne. Il peut donc prêter le solde, ou l'apporter à d'autres agents sous forme de capital. Pour la collectivité tout entière, l'existence d'une capacité de financement signifie que la collectivité en question dispose de plus d'argent qu'elle n'en dépense, et qu'elle peut donc effectuer des placements ou des investissements directs à l'étranger. C'est donc la situation inverse de celle du besoin de financement.

## **Contrainte extérieure**

désigne le fait que la liberté de manoeuvre économique et sociale d'un pays est limitée par son insertion internationale.

Cette limitation existe surtout dans deux domaines :

- la croissance économique intérieure est bornée par l'obligation d'équilibrer les comptes extérieurs. Par exemple, si le rythme d'activité s'accélère, cela risque fort d'entraîner une hausse des importations (des revenus en progression engendrent des achats accrus, y compris en provenance de l'étranger), tandis que les efforts à l'exportation se réduisent (puisque les affaires vont bien dans le pays, pourquoi se fatiguer à chercher des débouchés nouveaux à l'étranger ?). Ce double mouvement - progression des importations, stagnation ou baisse des exportations - engendre à son tour un déficit extérieur qu'il faut bien résorber à terme : la contrainte extérieure va donc obliger le pays à modérer son rythme de croissance économique pour l'amener à un niveau tel que l'équilibre des comptes extérieurs soit assuré, rythme qui n'est pas forcément celui souhaitable du point de vue de l'emploi ;
- par ailleurs, le niveau des taux d'intérêt doit être tel que les capitaux ne fuient pas le pays, attirés par des rémunérations plus substantielles ailleurs. Là encore, le niveau des taux d'intérêt imposé par la contrainte extérieure n'est pas forcément celui qui serait souhaitable d'un point de vue intérieur.

## **FAB (franco à bord)**

expression indiquant que, dans le prix d'une marchandise exportée, ne figurent ni celui du transport, ni celui de l'assurance. En anglais, la même expression se dit FOB (free on board).

## **FBCF (formation brute de capital fixe)**

dans le langage de la comptabilité nationale, désigne l'ensemble des investissements annuels.

Contrairement à ce que son nom semble indiquer, la FBCF ne prend pas seulement en compte les investissements matériels (capital fixe), mais intègre, depuis 1997 (système de comptabilité nationale dit " Sec 1995 "), les investissements immatériels, principalement les investissements en progiciels et logiciels informatiques. Il s'agit en outre d'une formation brute, c'est-à-dire qu'on comptabilise l'ensemble des acquisitions, sans se soucier de savoir quel est le montant de l'usure ou de l'obsolescence dont les équipements

existants sont amputés durant le même temps (voir amortissement). Lorsqu'on déduit de la FBCF la consommation de capital fixe (c'est-à-dire le montant des amortissements), on obtient la formation nette de capital fixe, qui mesure l'ajout net au stock d'équipements existant.

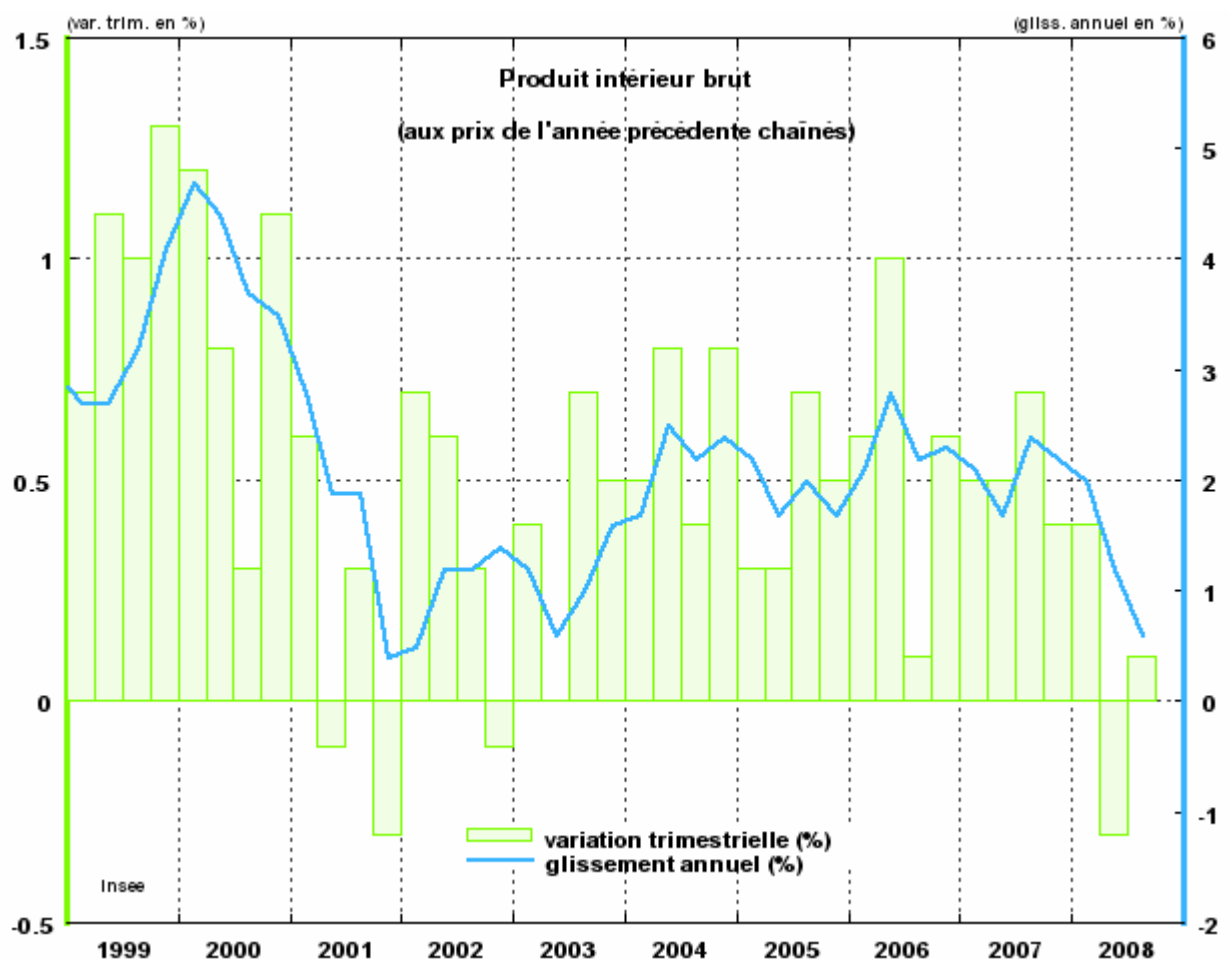
## II) L'économie française en statistiques

Le commerce extérieur de la France : L'économie française est une économie ouverte sur l'extérieur : elle exporte une part croissante de son produit intérieur brut (PIB) et ses importations alimentent une part croissante de la consommation et de l'investissement.

Les échanges avec le reste du monde portent sur des marchandises mais aussi sur des services et des capitaux.

Le commerce extérieur de la France désigne l'ensemble des échanges de biens et services entre la France et le reste du monde.

Doc 1 : PIB de la France. Source : INSEE Comptes de la Nation 3<sup>e</sup> trimestre 2008



Doc 2 : Les comptes de la Nation en 2007. Source : Insee, Comptes nationaux - Base 2000.

	Évolution en volume aux prix de l'année précédente en %				2007	
	2005	2006	2007	Prix évolution en %	Milliards d'euros	Contributions à la croissance du PIB
<b>Produit intérieur brut (PIB)</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>1 892,2</b>	<b>2,2</b>
Importations	5,9	6,1	5,5	0,6	538,3	-1,5
<b>Total des emplois finals</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2 430,5</b>	<b>3,7</b>
Consommation effective des ménages	2,4	2,1	2,3	2,1	1 359,3	1,6
<i>dont : dépense de consommation</i>						
- des ménages	2,6	2,3	2,5	2,0	1 047,4	1,4
- individualisable des administrations	1,6	1,5	1,7	2,4	287,3	0,3
Consommation effective des administrations publiques	0,5	1,0	0,7	1,9	150,7	0,1
Formation brute de capital fixe	4,4	4,8	4,9	3,0	406,3	1,0
<i>dont :</i>						
- des entreprises non financières	3,7	4,9	7,4	2,5	212,2	0,8
- des ménages	5,9	7,1	3,0	3,5	114,2	0,2
- des administrations publiques	6,9	-2,3	1,8	4,2	61,8	0,1
Variation de stocks (contribution à la croissance)	0,0	-0,1	0,1	-	11,3	0,1
Exportations	3,1	5,4	3,1	0,5	501,9	0,8

Doc 3 Prévisions (en décembre 2008). Source : INSEE Note de conjoncture de décembre 2008

Produit intérieur brut en volume base 2000	2007				2008				2009 *	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4*	T1	T2
taux de croissance par trimestre (%)	0,5	0,6	0,7	0,3	0,4	- 0,3	0,1	- 0,8	- 0,4	- 0,1

\* prévisions

#### Doc 4 Prévisions. Source : INSEE Note de conjoncture de décembre 2008

Au quatrième trimestre 2008 et début 2009, l'activité devrait reculer nettement dans les pays industrialisés. Début 2009, la quasi-totalité de ces pays seraient ainsi en récession.

L'économie française n'y ferait pas exception.

Le ralentissement généralisé à l'oeuvre depuis l'été 2007 s'était déjà transformé en un repli modéré de l'activité au troisième trimestre 2008. Le regain de tensions financières qu'a entraîné la faillite de la banque d'affaires Lehman Brothers a encore assombri les perspectives d'activité. Le durcissement des conditions de financement et l'accroissement généralisé de l'aversion au risque poussent les entreprises à couper dans les dépenses d'investissement et à réduire fortement leurs stocks.

L'augmentation du chômage et l'incertitude accrue concernant les perspectives de revenu conduisent les ménages à accroître leur épargne de précaution. Cette tendance s'annonce particulièrement marquée dans les pays, tels que le Royaume-Uni ou les États-Unis, où le recours massif des ménages à l'endettement pour financer leur consommation avait fait chuter l'épargne à des niveaux historiquement bas.

En France, [...] au deuxième trimestre 2009, la baisse de l'activité pourrait être en partie atténuée (-0,1 %), grâce aux premiers effets du plan de relance et sous l'hypothèse que l'action vigoureuse des banques centrales et des États de par le monde se révèle efficace pour apaiser les tensions financières.

Le taux de chômage continuerait de monter. Il s'élèverait à 8,0 % au deuxième trimestre 2009, un niveau toutefois encore sensiblement inférieur à celui atteint début 2006.

L'évolution des tensions financières dans les prochains mois constitue la principale source d'aléa autour de ce scénario. L'incertitude persistante

concernant la valeur des actifs des banques ne permet pas d'exclure une nouvelle intensification de la crise financière. Le repli de l'activité serait alors plus fort et plus durable que prévu. À l'inverse, l'accroissement et la diversification des moyens mis en oeuvre par les banques centrales et les États pour résoudre la crise pourraient permettre un apaisement de ces tensions plus rapide qu'anticipé : le repli de l'activité s'en trouverait limité.

L'incertitude est grande également quant à l'impact au niveau mondial des plans de relance à destination des ménages et des entreprises. [...] Leur efficacité est plus délicate encore à apprécier qu'à l'accoutumée : elle peut être affaiblie si les ménages et les entreprises conservent un comportement de dépense frileux ; elle peut être au contraire renforcée si ces plans de relance permettent une restauration de la confiance et ramènent ainsi ménages et entreprises à un comportement de dépense plus habituel.

#### Doc 5 Taux d'inflation en France. Source : Banque de France



**Doc 6 : Les exportations et importations de la France.** Source : INSEE Comptes nationaux

<b>Exportations de l'année 2007 en milliards d'euros (prix de l'année précédente chaînés, base 2000)</b>	
<b>Intitulés</b>	
<b>Agriculture, sylviculture, pêche</b>	<b>9,9</b>
<b>Produits de l'industrie</b>	<b>397,2</b>
Industries agricoles et alimentaires	32,8
Biens de consommation	66,4
Automobile	53,5
Biens d'équipement	108,5
Biens intermédiaires	121,9
Energie	14,8
<b>Services principalement marchands</b>	<b>52,7</b>
Commerce	3,4
Transports	15,1
Activités financières	5,8
Services aux entreprises	26,7
Services aux particuliers	1,7
Education, santé, action sociales	0,5
Correction territoriale	34,2
<b>Ensemble</b>	<b>493,2</b>

<b>Importations de l'année 2007 en milliards d'euros (prix de l'année précédente chaînés, base 2000)</b>	
<b>Intitulés</b>	
<b>Agriculture, sylviculture, pêche</b>	<b>9,4</b>
<b>Produits de l'industrie</b>	<b>443,2</b>
Industries agricoles et alimentaires	26,7
Biens de consommation	89,0
Automobile	46,3
Biens d'équipement	119,9
Biens intermédiaires	131,1
Energie	37,4
<b>Services principalement marchands</b>	<b>62,3</b>
Commerce	4,4
Transports	18,6
Activités financières	10,8
Services aux entreprises	28,0
Services aux particuliers	1,5
Correction CAF/FAB	-7,2
Correction territoriale	24,1
<b>Ensemble</b>	<b>532,5</b>

**Doc 7 : Le solde commercial.** Source : Note de conjoncture de mars 2008, les échanges extérieurs

En 2007, le solde commercial en valeur s'est dégradé de près de 10,5 milliards d'euros, pour atteindre le niveau record de -39,2 milliards d'euros (FAB-FAB). Le déficit des produits manufacturés est à l'origine de cette dégradation : il s'est accru de 13,4 milliards d'euros, atteignant plus de 18 milliards en 2007. D'une part, l'excédent commercial dans l'automobile a presque disparu, tombant à 0,8 milliard d'euros, après 5,6 milliards en 2006. D'autre part, le déficit des échanges de biens intermédiaires s'est accru de 5,1 milliards d'euros en 2007, pour atteindre 13,0 milliards sur l'année. En revanche, la facture énergétique de la France s'est légèrement réduite en 2007, à 45,5 milliards d'euros, après avoir culminé à 46,3 milliards en 2006.

Vis-à-vis des pays européens, le déficit s'est nettement amplifié, passant de 19,3 milliards d'euros en 2006 à 27,8 milliards en 2007. La dégradation est particulièrement marquée vis-à-vis de l'Allemagne, premier partenaire commercial de la France. Le déficit avec ce pays atteint 18,1 milliards d'euros en 2007 après 13,8 milliards en 2006. Le déficit des échanges avec les pays asiatiques s'est de nouveau creusé en 2007, d'un montant similaire à celui constaté en moyenne depuis 2003 (2,0 milliards d'euros). Le déficit atteint 25,7 milliards d'euros en 2007, dont 17,7 milliards en considérant uniquement les échanges avec la Chine.

Doc 8 : Comparaison des taux de couverture. Source : INSEE Comptes Nationaux

Taux de couverture * par groupe de produits											
Intitulés	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Agriculture	125,1	123,6	128,6	126,6	114,5	121,2	120,4	119,7	117,5	119,0	121,5
Industries agricoles et alimentaires	143,3	136,1	136,3	134,9	128,4	129,8	129,7	126,9	125,7	127,7	125,5
Biens de consommation	94,0	90,3	90,6	86,6	89,1	89,6	88,2	86,7	86,2	87,3	85,4
Automobile	145,2	133,7	127,2	126,2	126,8	129,8	130,8	129,6	120,3	112,5	101,9
Biens d'équipement	120,6	116,5	111,5	110,3	111,2	115,0	111,2	109,6	105,2	108,5	106,2
Biens intermédiaires	102,6	99,6	98,7	93,4	96,2	97,8	96,7	94,8	93,2	94,2	90,9
Energie	36,5	44,3	40,3	33,8	34,5	34,5	33,4	30,6	31,5	29,8	29,5
Services principalement marchands	106,2	104,2	102,2	102,5	101,9	108,9	104,0	94,0	95,8	90,0	86,0
<b>Ensemble</b>	<b>112,7</b>	<b>110,8</b>	<b>108,7</b>	<b>103,3</b>	<b>104,3</b>	<b>106,7</b>	<b>104,1</b>	<b>100,4</b>	<b>96,8</b>	<b>95,5</b>	<b>93,2</b>
* Rapport des exportations sur les importations CAF en %											

Doc 9 : **La facture énergétique.** Source: INSEE Comptes nationaux

Importation d'énergie et total des importations françaises en milliards d'euros courants								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Importations d'énergie	34,2	33,2	31,5	33,1	40,0	54,6	64,9	63,6
Total des importations de biens et services	398,7	403,8	393,4	391,6	425,1	464,6	507,3	538,3

Doc 10 : **Le commerce extérieur agro-alimentaire.** Source: INSEE Comptes nationaux

En milliards d'euros base 2000	Intitulés	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Importations	Agriculture, sylviculture, pêche	8,7	8,8	9,0	9,0	8,7	9,1	9,4
	Industries agricoles et alimentaires	21,9	22,5	23,0	23,8	24,6	25,4	26,7
Exportations	Agriculture, sylviculture, pêche	9,9	10,5	10,8	10,2	10,6	10,4	9,9
	Industries agricoles et alimentaires	27,7	28,9	29,7	29,7	30,1	32,1	32,8
<b>Solde</b>	<b>Agriculture et IAA</b>	<b>+ 7</b>	<b>+ 8,1</b>	<b>+ 8,5</b>	<b>+ 7,1</b>	<b>+ 7,4</b>	<b>+ 8,0</b>	<b>+ 6,6</b>

Doc 11 : Recettes du tourisme international en millions de dollars. Source : INSEE

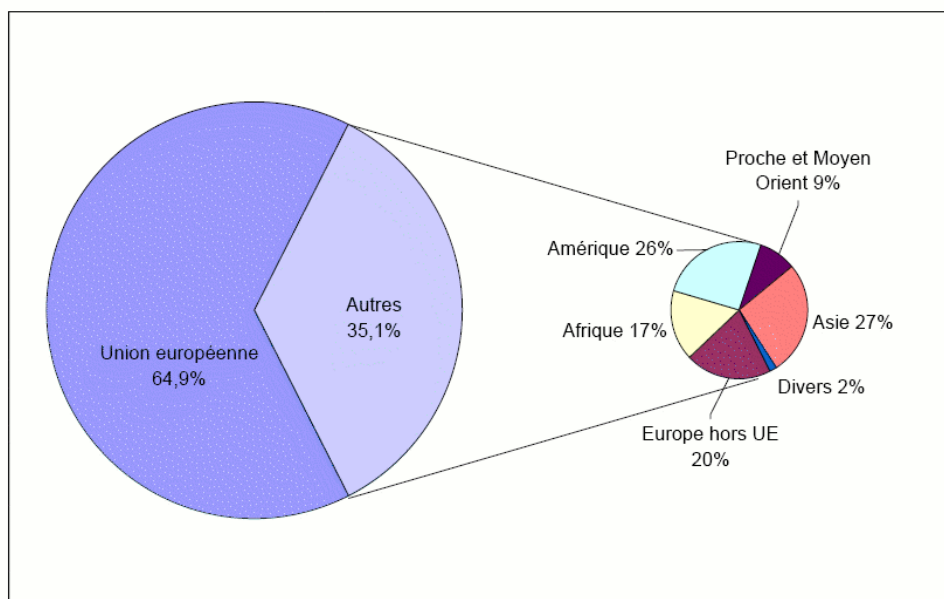
Rang		1990	1995	2000	2006	Evolution annuelle moyenne en %
1	Etats-Unis	43 007	63 395	82 400	85 694	4,4
2	Espagne	18 484	25 252	29 968	51 115	6,6
3	France	20 184	27 587	30 757	46 342	5,3
4	Italie	16 458	28 731	27 493	38 129	5,4
5	Chine	2 218	8 730	16 231	33 949	18,6

Doc 12 : Les principaux pays partenaires de la France. Source : direction générale des Douanes.

Les 20 premiers fournisseurs		Les 20 premiers clients	
en 2007 et en milliards d'euros			
Allemagne	74,4	Allemagne	56,8
Italie	38,3	Espagne	37,7
Belgique	37,1	Italie	36,1
Espagne	31,3	Royaume-Uni	33,1
Chine (1)	28,3	Belgique	29,7
États-Unis	25,8	Etats-Unis	25,0
Royaume-Uni	24,4	Pays-Bas	16,7
Pays-Bas	18,4	Suisse	10,5
Russie	11,1	Chine(1)	9,1
Japon	10,2	Pologne	6,3
Suisse	10,0	Japon	5,8
Irlande	6,5	Russie	5,7
Norvège	6,3	Suède	5,4
Suède	5,8	Turquie	5,2
Pologne	5,4	Portugal	5,0
Turquie	4,8	Algérie	4,2
République tchèque	4,5	Grèce	3,8
Portugal	4,1	Emirats Arabes Unis	3,7
Corée du Sud	4,0	Autriche	3,7
Autriche	3,9	Singapour	3,6
(1) : non compris Hong-Kong.			

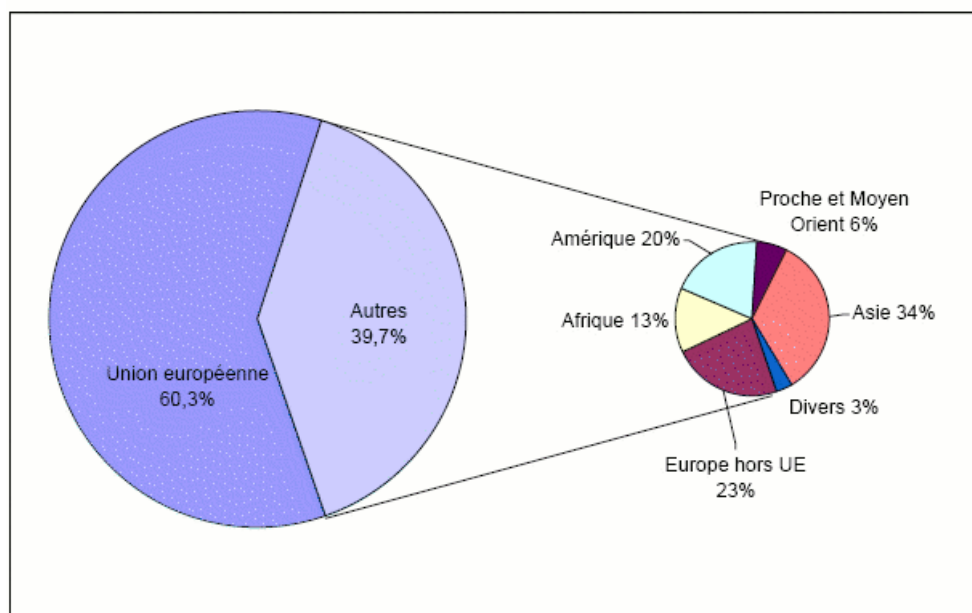
Doc 13 : Les exportations françaises par région. Source : Les douanes - Etudes juillet 2008

Répartition par zones géographiques (Août 2007 - Juillet 2008)  
Exportations



**Doc 14 : Les importations françaises par région.** Source : Les douanes - Etudes juillet 2008

Répartition par zones géographiques (Août 2007 - Juillet 2008)  
Importations



### III) Méthodologie de la balance des paiements

**Doc 15 : Balance des paiements.** Source : Banque de France



	Cumuls 12 mois (données brutes)	
	décembre	décembre
	2006	2007
	(a)	(a)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>-10,2</b>	<b>-19,6</b>
<i>Biens</i>	-29,4	-39,8
<i>Services (c)</i>	12,0	13,7
<i>Revenus</i>	28,8	28,5
<i>Transferts courants</i>	-21,6	-22,1
<b>Compte de capital</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,9</b>
<b>Compte financier</b>	<b>70,5</b>	<b>22,2</b>
<i>Investissements directs</i>	-34,5	-48,7
- Français à l'étranger	-96,8	-164,1
dont opérations en capital social	-58,3	-56,6
- Etrangers en France	62,3	115,4
dont opérations en capital social	21,8	21,7
<i>Investissements de portefeuille (d)</i>	-59,4	-131,9
- Avoirs	-270,5	-161,1
dont actions et titres d'OPCVM	-48,3	-54,4
- Engagements	211,0	29,2
dont actions et titres d'OPCVM	58,8	-50,1
<i>Produits financiers dérivés</i>	3,4	42,0
<i>Autres investissements</i>	169,8	161,3
dont IFM	135,6	96,4
<i>Avoirs de réserve</i>	-8,8	-0,5
<b>Erreurs et omissions (2)</b>	<b>-60,1</b>	<b>-4,4</b>

En 2007, les transactions courantes de la France font apparaître un déficit de 20 milliards d'euros, soit 1,2 % du PIB.

Les investissements directs français à l'étranger s'élèvent à 164 milliards, chiffre légèrement inférieur au niveau exceptionnel de 2000. Les investissements directs étrangers atteignent un niveau record à 115 milliards.

Des sorties nettes de 132 milliards sont enregistrées au titre des investissements de portefeuille. Le financement du déficit courant et des sorties nettes de capitaux relatives aux investissements directs et de portefeuille est assuré par des entrées nettes de prêts et dépôts (« Autres investissements ») de 161 milliards.

L'alourdissement du déficit des transactions courantes provient des échanges de biens dont le solde négatif atteint 40 milliards d'euros, soit 11 milliards de plus qu'en 2006. Il est partiellement compensé par l'augmentation d'un milliard de l'excédent des échanges extérieurs de services, à 11 milliards. Les autres composantes des transactions courantes dégagent des soldes voisins de ceux observés en 2006 : revenus, environ 29 milliards ; transferts courants, – 22 milliards.

Les investissements directs des entreprises françaises à l'étranger portent toujours sur des montants plus importants que ceux des entreprises étrangères en France. Au total, les sorties nettes de capitaux au titre des investissements directs progressent sensiblement sur ces dernières années et se situent à 49 milliards d'euros en 2007, après 34 milliards en 2006 et 24 milliards l'année précédente.

Les investissements de portefeuille enregistrent des sorties nettes croissantes depuis 2005 : 132 milliards d'euros en 2007, après 59 milliards en 2006 et 15 milliards en 2005. En 2007, les achats nets de titres étrangers par les résidents s'établissent à 161 milliards, soit un recul de 110 milliards par rapport à 2006. Les acquisitions de titres français par les non-résidents reculent de 182 milliards, à 29 milliards.

Les importantes sorties nettes enregistrées en 2007 résultent pour partie d'achats par les banques résidentes de titres émis par leurs filiales étrangères. Ces opérations, internes à des groupes bancaires internationaux, trouvent leur contrepartie soit dans des opérations sur produits financiers dérivés (dont le solde positif s'établit à 42 milliards, contre 3 milliards en 2006), soit dans l'augmentation des engagements interbancaires.

Au total, le solde agrégé du déficit des transactions courantes et des sorties de capitaux en investissements directs et de portefeuille, est principalement couvert, tout comme en 2006, par l'augmentation des engagements internationaux nets des banques résidentes.

#### **Doc 16 : La structure de la balance des paiements.** Source : Banque de France

**La balance des paiements** est un document statistique présenté suivant les règles de la comptabilité en partie double qui rassemble et ordonne, dans un cadre défini, l'ensemble des opérations économiques et financières donnant lieu à transfert de propriété entre les résidents d'un pays — ou d'une zone économique — et les non-résidents au cours d'une période donnée. Permettant de quantifier chaque catégorie d'opérations en fonction de règles méthodologiques universellement acceptées, mais aussi d'évaluer de façon globale l'insertion d'un pays dans son environnement extérieur, la balance des paiements constitue un instrument unique pour l'analyse et la conduite des politiques économiques et monétaires.

Définies par le Cinquième Manuel de la Balance des paiements du FMI dans le cadre d'une cohérence avec le système de comptabilité nationale, les rubriques de la balance des paiements sont réparties entre :

- le compte de transactions courantes, qui se subdivise en biens, services, revenus et transferts courants ;
- le compte de capital, qui regroupe les transferts en capital – remises de dettes, pertes sur créances, aides à l'investissement, transferts des migrants – et les acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits (brevets, marques, droits d'auteur...) ;
- et le compte financier qui se décompose entre les investissements directs, les investissements de portefeuille, les produits financiers dérivés, les autres investissements et les avoirs de réserve.

Enfin, le poste « *erreurs et omissions* » est un poste d'ajustement dont l'existence tient à ce que, contrairement à l'exigence d'un véritable système de comptabilisation en partie double, les enregistrements en débit et crédit dans la balance des paiements ne sont pas inscrits simultanément à l'occasion de chaque transaction mais résultent de déclarations différenciées qui peuvent générer des erreurs, des oublis ou des décalages de période.

## I. LE COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES

Il comprend les biens, les services, les revenus et les transferts courants.

### 1. LES BIENS :

**Les Marchandises générales :**

Cette rubrique recense les transferts de propriété de biens meubles entre résidents et non-résidents valorisés à la valeur de marché des biens à la frontière de l'économie exportatrice. En d'autres termes, les importations et les exportations sont évaluées franco à bord (FAB).

Elle est servie à partir des statistiques du commerce extérieur publiées par la direction générale des Douanes et des Droits indirects. Avant d'être enregistrées en balance des paiements en termes FAB-FAB, les informations des Douanes subissent un certain nombre de corrections :

- les services douaniers relèvent tous les mouvements de marchandises franchissant la frontière française, il convient donc d'exclure les biens exportés ou importés en vue de transformation ou de réparation pour lesquels il n'y a pas transfert de propriété ;
- les importations sont comptabilisées en valeur CAF (coût, assurance, fret), elles doivent donc être ramenées à leur valeur FAB, les frais d'expédition (assurances, transports) étant réaffectés aux rubriques de services appropriées.

### 2. LES SERVICES

Les services constituent la deuxième grande catégorie des transactions courantes. Ils se distinguent des biens, pour lesquels les activités de production et de commercialisation sont nettement séparées, par le fait que leurs échanges sont étroitement liés à leur production.

*Les échanges de services hors voyages*, sont subdivisés en plusieurs postes selon leur nature économique.

On distingue : transports, services de communication, services de construction, services d'assurance, services financiers, services informatiques et d'information, redevances, et droits de licence, autres services aux entreprises, services personnels, culturels et récréatifs, services des administrations publiques,

La rubrique « voyages » retrace les dépenses des personnes physiques lors de leurs séjours à l'étranger

### 3. LES REVENUS

**Les revenus sont partagés entre « rémunérations des salariés » et « revenus d'investissements ».**

### 4. LES TRANSFERTS COURANTS

Les transferts courants constituent la contrepartie comptable de biens, services, capitaux exportés ou importés gratuitement, c'est-à-dire sans contrepartie apparente ou mesurable. Ils sont ventilés par secteur.

**Les transferts courants des administrations publiques** comprennent notamment la coopération internationale, les contributions de la France aux dépenses des organisations internationales, les recettes et versements d'impôts en provenance et à destination d'administrations publiques étrangères effectués dans le cadre de conventions fiscales, etc.

**Les transferts des autres secteurs** sont ventilés en deux rubriques, les envois de fonds et les autres opérations.

*Les envois de fonds des travailleurs* reprennent les montants transférés à l'étranger par des travailleurs résidents et vice-versa. De tels transferts sont généralement effectués par des résidents d'origine étrangère vers leur pays d'origine ou vers la France par des personnes non résidentes d'origine ou de nationalité française.

*Les autres opérations* comprennent des opérations de nature très diverse, parmi lesquelles : les dons et versements humanitaires en faveur de personnes physiques et morales, les subventions et donations, ...

## II. LE COMPTE DE CAPITAL

Créé par le 5e Manuel du FMI, ce compte enregistre :

les transferts en capital, c'est-à-dire les opérations qui donnent lieu au transfert de propriété d'un actif fixe ou à la remise d'un engagement par le créancier sans que rien ne soit reçu en échange ; les acquisitions/cessions d'actifs non financiers non produit.

**Les transferts en capital** se décomposent en *remises de dettes* et en *autres transferts*.

*remises de dettes* : l'annulation d'une dette consentie par les administrations publiques françaises à un pays étranger

**Les autres transferts** rassemblent les aides à l'investissement reçues de l'étranger ou versées à des pays étranger au titre de l'aide au développement

**Les acquisitions/cessions d'actifs non financiers non produits** concernent les actifs incorporels – tels que les brevets, droits d'auteur, marques, etc. – achetés ou vendus par des résidents à des non-résidents.

## III. LE COMPTE FINANCIER

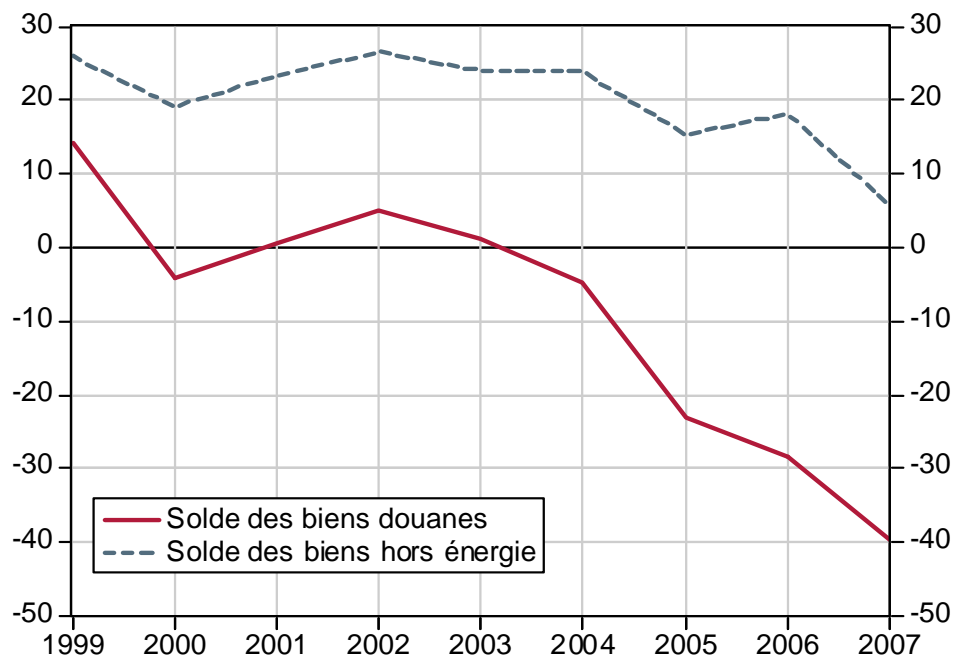
Le compte financier est structuré selon la nature des capitaux, **investissements directs, investissements de portefeuille, produits financiers dérivés, autres investissements, et avoirs de réserve**.

**Les avoirs de réserve** : Les avoirs de réserve sont les avoirs extérieurs qui sont à la disposition immédiate et sous le contrôle des autorités monétaires pour leur permettre de financer les déséquilibres de paiements ou d'intervenir pour en réduire l'ampleur. Depuis la création de la zone Euro seuls les mouvements affectant la partie des réserves non transférée à la BCE et qui restent gérés par la Banque de France figurent dans la balance des paiements de la France.

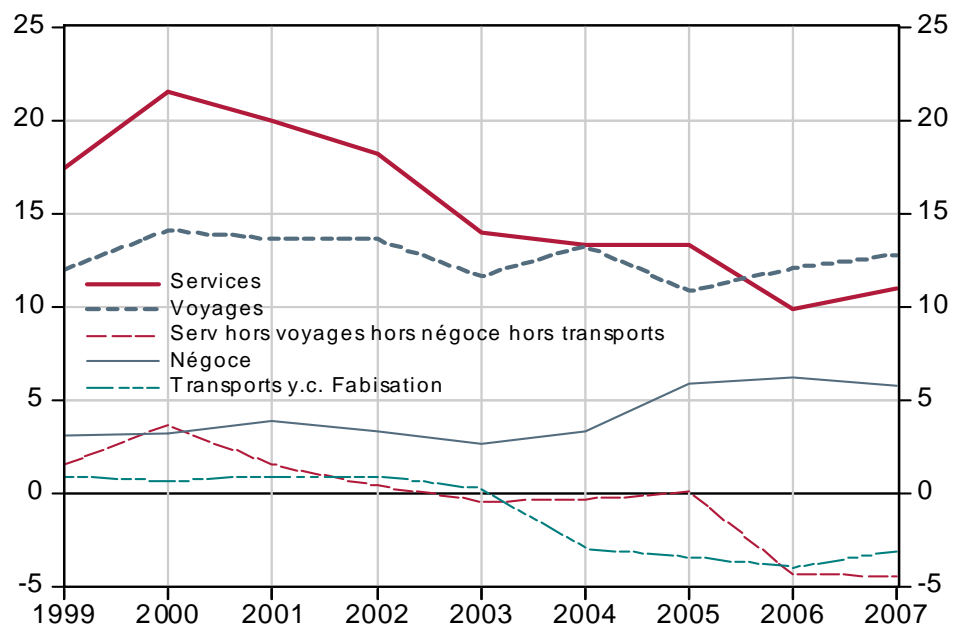
Doc 17 : La balance des paiements, débits et crédits. Source : Banque de France

<u>Crédit</u>	<u>Débit</u>	<u>Solde</u>
<b>Compte des transactions courantes</b>		
=>Exportations de marchandises	=>Importations de marchandises	Solde commercial
=>Exportations de services	=>Importations de services	Solde des biens et services
=>Revenus des salariés et des investissements reçus	=>Revenus des salariés et des investissements versés	
=>Transferts courants reçus	=>Transferts courants versés	Soldes des opérations courantes
<b>Compte de capital</b>		
=>Transferts de capital reçus	=>Transferts de capital versés	
=>Vente de brevets	=>Achat de brevets	Solde des opérations courantes et du compte de capital
<b>Compte financier</b>		
=>IDE entrants	=>IDE sortants	Solde à financer
=>Investissements de portefeuille entrants	=>Investissements de portefeuille sortants	
=>Autres investissements entrants	=>Autres investissements sortants	
=>Désinvestissement des résidents	=>Désinvestissement des non résidents	Solde de la balance globale
=>Réduction des avoirs de réserves des autorités monétaires	=>Augmentation des avoirs de réserves des autorités monétaires	Variation de la position monétaire extérieure
<b>Erreurs et omissions nettes</b>		

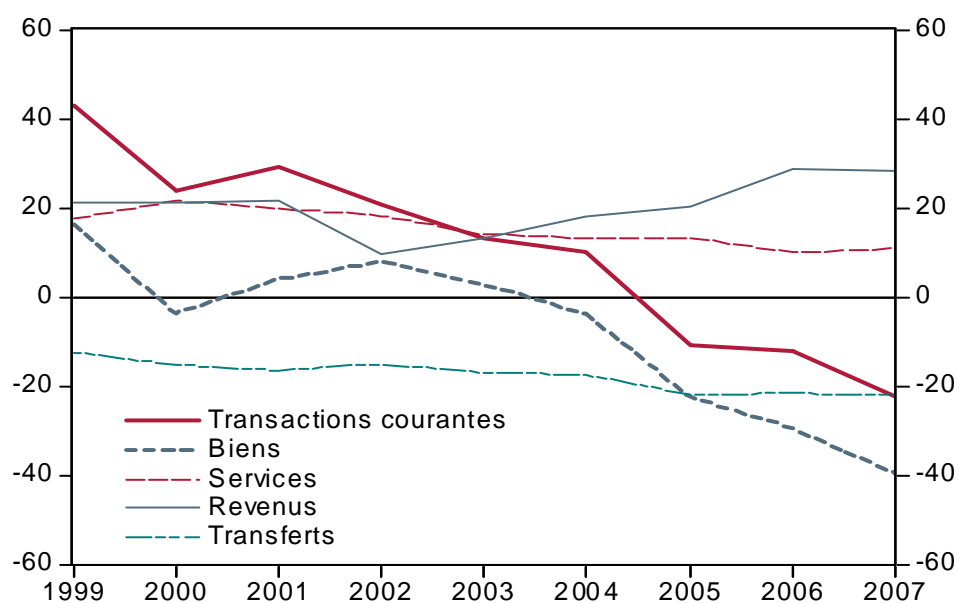
Doc 18 : Solde des échanges de biens. Source : Banque de France



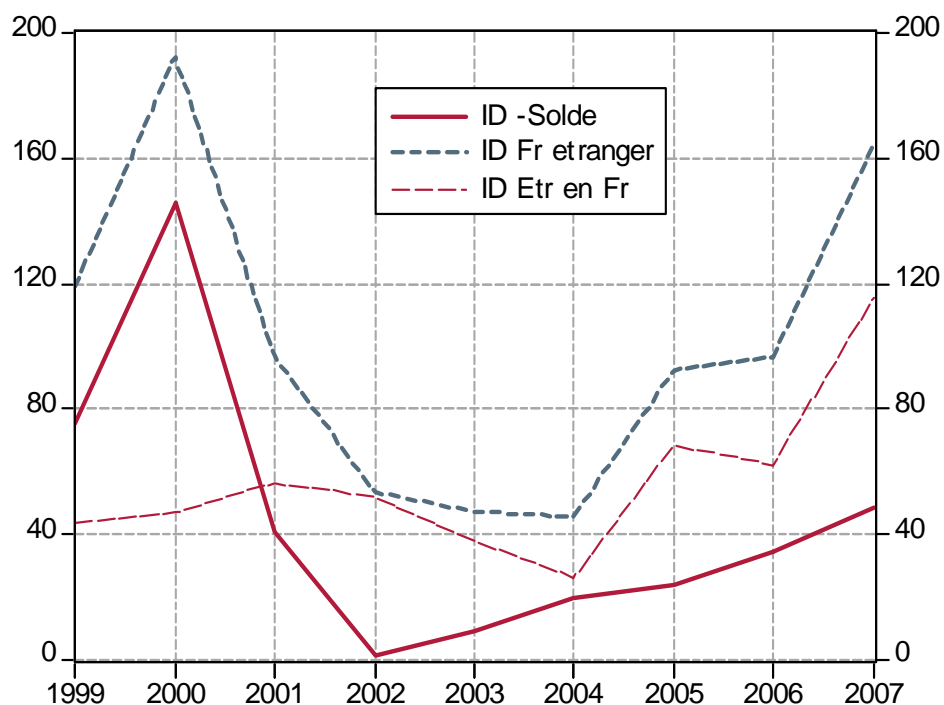
Doc 19 : Solde des échanges de services Source : Banque de France



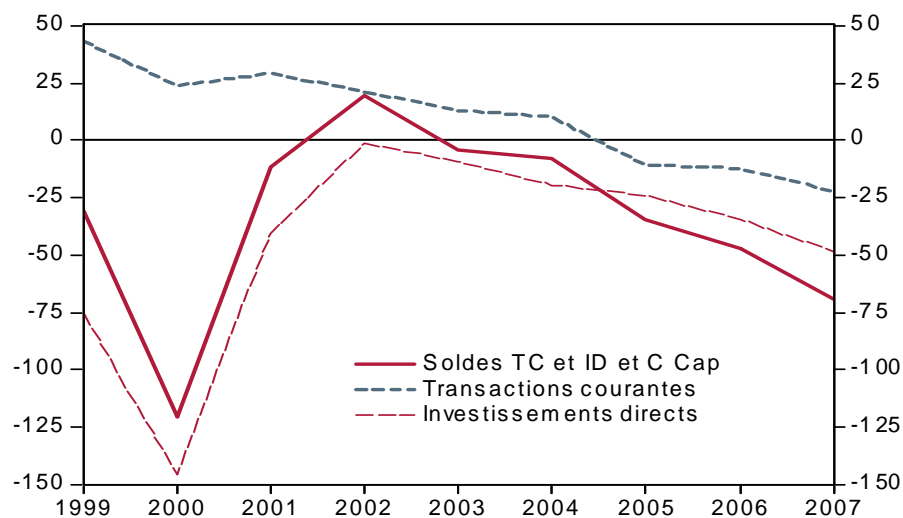
Doc 20 : Solde des transactions courantes. Source : Banque de France



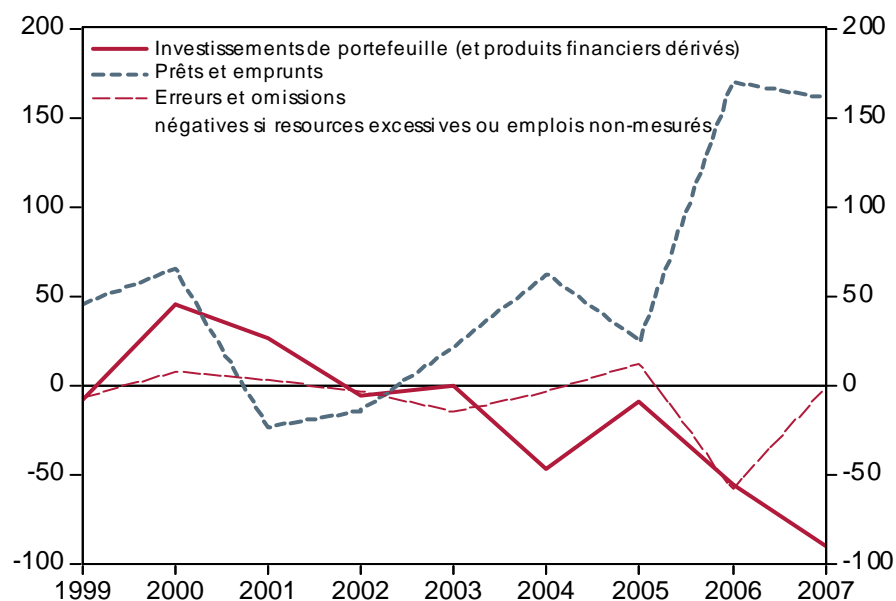
Doc 21 : Solde des investissements directs. Source : Banque de France



**Doc 22 : Soldes des transactions courantes, investissements directs et compte de capital.** Source : Banque de France



**Doc 23 : Solde des capitaux à court terme.** Source : Banque de France



#### IV) Le déclin de la France ?

Doc 24 La France peut saisir l'occasion pour revenir dans la course mondiale.

Source : Jean-Hervé Lorenzi Le Monde du 31.01.09

##### **L'ampleur, le contenu et le financement des mesures de relance doivent viser à restaurer notre compétitivité face aux principaux concurrents**

Au moment où s'inscrit un diagnostic sans appel sur la profondeur de la crise, la France est confrontée, comme cela n'était pas arrivé depuis des années, à un véritable choix : soit revenir à un niveau de compétitivité mondial, soit voir disparaître, dans des délais malheureusement brefs, une large partie de son système productif.

Sur la perte de compétitivité relative de notre pays par rapport à ses principaux concurrents, il n'y a hélas plus beaucoup de débat possible. Il porte plutôt sur la hiérarchie des raisons qui ont conduit à cette situation : insuffisance de l'investissement, faiblesse des gains de productivité, difficulté à développer des innovations de produits et de processus de production, et puis, évidemment, mauvaise conception et mauvais « timing » d'une politique de diminution du temps de travail, au moment même où le monde connaissait une croissance incroyable. La responsabilité est largement collective, nul ne peut désigner de coupable particulier, mais les résultats macro-économiques sont là avec leur lot d'injustices, d'exclusions, dont le taux de chômage des jeunes parmi les plus élevés d'Europe est sans nul doute la parfaite illustration.

Peu importe le passé, les positions relatives des pays ne sont jamais figées, seule compte la volonté de mettre en oeuvre une politique économique qui favorise la croissance potentielle et tente de répartir équitablement les fruits de cette croissance.

Or, paradoxalement, nous sommes peut-être pour la première fois, depuis longtemps, en situation de renverser le cours naturel des choses. Pourquoi ? Parce que, comme la plupart des pays du monde, nous allons mettre sur la table plusieurs dizaines de milliards d'euros en 2009 et en 2010, afin de soutenir une activité défaillante. Il n'est pas question d'imaginer qu'une autre solution soit possible, car les coûts de sortie d'une dépression seraient évidemment sans commune mesure avec ceux des plans de relance.

Mais, il y a autant de plans de relance possibles que de politiques économiques et là se situent toutes les interrogations pour les semaines à venir. Il y a un principe à considérer comme essentiel : l'efficacité du plan de relance est liée à la spécificité macro-économique de chaque pays. En un mot, il ne peut pas y avoir d'uniformité dans ce domaine. L'Allemagne est principalement confrontée à un problème de demande intérieure, la Grande Bretagne à l'impact du dégonflement de la bulle immobilière et d'un surendettement et la France à son retard de compétitivité.

C'est donc cela qui donnera aux montants des dépenses envisagés leurs valeurs, leurs importances et leurs effets sur nos perspectives pour les années à venir. Or, rien n'est joué, mais chaque euro comptera. Pour rentrer plus précisément dans l'analyse de ce qui pourrait être fait, quatre critères jouent : l'ampleur, le caractère coordonné, le contenu des plans et enfin leur financement. Face à cela : des problèmes industriels majeurs, notamment dans l'automobile, des groupes de la population très fragilisés, un secteur du logement en perdition, une recherche publique et privée ainsi qu'un enseignement supérieur qui n'ont plus, depuis deux décennies, le niveau international.

Sur l'ampleur, ce qui ne signifie en rien que cela se traduit par des dépenses budgétaires, on ne pourra être en 2009 et 2010 à 2 % de PIB. Pour sauver notre industrie automobile qui



représente de manière directe 500 00 salariés, qui structurent 20 % de notre recherche, qui n'a, contrairement à son équivalent américain, jamais fauté, il faudra de l'ordre de 30 milliards d'euros sur deux ans, en intégrant toutes les formes d'aide, bien entendu. Et il les faudra, car ce serait folie de remettre en cause un des éléments structurants de notre système productif. La coordination est d'abord et avant tout un effet de masse, c'est-à-dire l'impact positif que chacune de nos grandes économies européennes peut avoir sur ses voisines, étant donné l'interdépendance de celles-ci.

Sur ce plan-là, les 40 milliards d'euros annuels allemands résolvent une large partie du problème, même s'il est vraisemblable que, là aussi, on est en dessous des montants requis. Là où les vrais choix apparaissent, c'est lorsque l'on s'interroge sur le contenu du financement. On a beaucoup parlé d'infrastructures, à juste titre. Il y a des dizaines de projets qui n'attendent que des décisions publiques sachant qu'ils relèvent pour la plupart de partenariats publics-privés, c'est-à-dire pour l'essentiel hors budget.

Quand mettra-t-on en route la liaison Gare de l'Est-Roissy ? Même chose pour le logement. Même si les initiatives parlementaires sont réactives, le sujet demeure. Pourquoi ne pas profiter de la situation pour tenter de résoudre ce qui meurtrit la société française, contrairement aux autres pays européens : le manque considérable de logements (sûrement plus de 500 000) avec à la fois une exclusion importante de la population, un système HLM vieillissant, inadapté, notamment en terme d'attribution, et un secteur de la construction à la dérive, alors même qu'il représente une large partie du tissu économique local ?

Mais là n'est pas l'essentiel de ce qui nous permettrait de revenir dans la course. C'est toujours dans les 20 % d'activité industrielle, et 30 % si on en donne une définition élargie, que se joue l'avenir d'un pays. Or tout montre, particulièrement les exportations, que nous avons perdu l'excellence technologique. Il faut donc sauver l'essentiel et favoriser les nouvelles technologies. Un plan de câblage haut débit de 30 milliards d'euros sur quelques années ?

Les 500 millions annuels pour les 71 pôles de compétitivités multipliés par dix, touchant là toutes les compétences inutilisées sur l'ensemble du territoire ? Des crédits impôt-recherche encore renforcés avec un Oséo déjà bien doté, mais qui pourrait l'être plus, pour les milliers d'entreprises de technologie potentielles ? Tout cela est du ressort de modes de financement diversifiés et pas seulement bancaires, du Private Equity, d'emprunts spécifiques, en un mot de tout ce qui aujourd'hui est capable de canaliser une épargne importante vers plus de financements pour les PME, l'investissement productif, la R & D, avec pour objectif de conquérir des domaines de technologies où les Européens furent excellents.

Réservons l'essentiel des dépenses budgétaires supplémentaires à l'amélioration des conditions de vie de ceux qui sont frappés par la crise et développons, partout où cela est possible, grâce à une mobilisation plus active de l'épargne, le financement de l'innovation, des universités, de la recherche, sans commune mesure avec ce qui est fait, pour recréer les conditions d'une croissance forte. La seule retombée positive de cette crise exceptionnelle, c'est de dissiper certaines frilosités au profit des vrais défis et de nous obliger à surmonter les déterminismes pour prendre notre destin en main. En réalité, comme toujours, d'un mal, que l'on aurait bien évité, peuvent se créer les conditions d'un rebond. p

**Doc 25 : Une politique économique keynésienne ?** Source : Le Monde du 26.11.08  
Claire Guélaud

Faut-il s'en tenir à des mesures ponctuelles de soutien pour aider les entreprises ou les secteurs fragilisés à passer un cap difficile ? Ou aller au-delà et s'orienter vers une intervention plus globale et une relance budgétaire de type keynésien ? Telle est la question qui se pose à Nicolas Sarkozy, comme à la plupart des chefs d'Etat ou de gouvernement confrontés à la crise, au premier rang desquels Barack Obama, Gordon Brown et Angela Merkel.

La réponse à cette interrogation est pour partie fonction du diagnostic posé sur l'état de la conjoncture. Or, après avoir sous-estimé la gravité de la crise, l'Elysée et Matignon la jugent désormais inédite par son ampleur et par sa rapidité de diffusion. Dans les années 1930, rappelle à cet égard l'économiste Nicolas Baverez, il avait fallu deux ans pour que la crise partie des Etats-Unis en 1929 fasse ses premières victimes en Europe. Cette année, quelques semaines se sont écoulées entre la faillite de la banque d'investissement américaine Lehman Brothers, à la mi-septembre, et l'appel à l'aide de l'Islande. Le théoricien de La France qui tombe (éd. Perrin, 2003) voit donc dans les chocs actuels « la première vraie crise de la mondialisation ».

Ce diagnostic est partagé par les pouvoirs publics. Les leçons des années 1930, tirées par les économistes américain Irving Fisher et britannique John Maynard Keynes, ont été retenues. La plupart des Etats se sont rapidement mobilisés pour éviter la faillite des banques, l'assèchement du crédit et le retour du protectionnisme. La quasi-récession française interdit à M. Sarkozy d'être avant longtemps le président du pouvoir d'achat ou celui qui va chercher la croissance « avec les dents ». Mais le chef de l'Etat, qui préside l'Union européenne, a eu une part très active dans la mobilisation internationale. La rapidité et le sang-froid avec lesquels il a réagi à un choc systémique que peu d'experts avaient vu venir, en plaidant sans relâche pour une action européenne concertée, sont à mettre à son actif et ouvrent une nouvelle étape du quinquennat.

Face à un ralentissement beaucoup plus marqué qu'ils ne l'imaginaient, l'Elysée, Matignon et la ministre de l'économie ont un double souci : permettre au pays de résister et créer les conditions d'une sortie de crise la plus rapide possible et la meilleure pour la compétitivité de l'économie française. De premières mesures - laisser filer le déficit budgétaire, soutenir l'investissement des ménages en dopant l'écoprêt à taux zéro et celui des entreprises en l'exonérant temporairement de taxe professionnelle, création d'un fonds stratégique d'investissement - ont été prises.

Il s'agit d'aides ciblées, réversibles et intervenant au bon moment - « les fameux trois T des Américains : Targeted, Temporary, Timely », répète un collaborateur du président -, qui ne pèsent pas trop sur les finances publiques. « Il faut viser les pointes de risques et focaliser nos moyens sur les personnes, les entreprises ou les secteurs en difficulté, sans jeter l'argent de l'Etat par les fenêtres », plaide Michel Didier (Coe-Rexecode).

Mais la dégradation de la conjoncture est telle que plus personne n'écarte la possibilité d'un scénario à la japonaise, c'est-à-dire d'une croissance durablement languissante. Si ce contre-modèle déflationniste devait se réaliser en France, le train de mesures déjà adoptées devra être complété.

Le gouvernement, qui y travaille, exclut une relance par la consommation sur le modèle français de 1981-1982. Elle s'est révélée trop coûteuse pour les finances publiques, pour la

compétitivité des entreprises et pour les salariés qui ont payé de plus de vingt ans de modération salariale la générosité sociale du premier septennat mitterrandien (relèvement de 10 % du smic, 39 heures payées 40, cinquième semaine de congés payés, etc.). « Relancer la demande, note un collaborateur de Christine Lagarde, la ministre de l'économie, pourrait doper les importations, conduire les ménages à épargner davantage et les entreprises à réduire leur endettement au lieu d'investir. Cela ne servirait pas à grand-chose. Dans le climat actuel, le seul agent qui n'a pas peur de dépenser, c'est l'Etat. »

### **Un plan global européen**

Economistes et responsables politiques sont de plus en plus nombreux à plaider en faveur d'un plan global - au minimum européen - seul à même, selon Xavier Timbeau, de l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE), de sortir le monde développé d'une spirale récessive dangereuse. Dans une note intitulée « Dans la crise financière, nous sommes décidément tous keynésiens », l'économiste relève « un consensus clair et net sur la nécessité d'une politique budgétaire de grande ampleur ». A condition, dit-il, qu'elle soit engagée dans tous les pays, réversible, d'application rapide et qu'elle porte sur un large champ de l'économie. Dans la même veine, les économistes du think tank européen Bruegel prônent une baisse de 1 point de la TVA dans l'Union européenne, complétée par des dispositifs nationaux. Gordon Brown vient de mettre la baisse de cet impôt au coeur de son plan de relance. Quant à la Commission, elle rend publiques, mercredi 26 novembre, ses propositions de soutien à l'économie.

Encore faut-il s'accorder sur ce à quoi une relance européenne pourrait servir. « Si l'on souhaite améliorer la croissance potentielle de long terme, c'est vers l'investissement qu'il faut se tourner », plaident M. Didier et la plupart des économistes. Parce qu'il partage cette analyse, le gouvernement réfléchit au meilleur moyen de mobiliser l'investissement. Plutôt que de lancer de grands projets d'infrastructures (TGV, canaux, etc.) lents à démarrer, qui risquent d'avoir des effets procycliques - donc de soutenir l'activité à un moment où la croissance est déjà repartie -, il cherche des mesures à effet immédiat : ouvrir au BTP la rénovation des logements sociaux, inciter les ménages à contracter des prêts à taux faible pour la rénovation thermique de leurs logements HLM. L'accélération des travaux déjà prévus de rénovation des réseaux ferré, gazier ou électrique est acquise.

D'autres projets, liés pour beaucoup au Grenelle de l'environnement, sont à l'étude : voiture électrique, éolien, photovoltaïque, etc. Mais créer, dans ces domaines, de vraies filières d'offre et de recherche sera coûteux. Le keynésianisme de Nicolas Sarkozy trouvera là ses limites. L'Etat français est très endetté. Et la mobilisation de ressources extra-budgétaires, via la Caisse des dépôts et consignations, n'est pas infinie. D'où, d'ailleurs, son forcing en faveur d'une relance européenne.

## Dossier 3 : Les marchés de capitaux.

## Plan dossier 3

I. Lexique

II. Les Investissements Directs à l'Etranger

III. Les autres mouvements de capitaux

IV. Les différents fonds d'investissement

V. Les paradis fiscaux

## LEXIQUE 3

### **Actif de réserve**

actif en monnaies étrangères dont dispose une banque centrale et qu'elle peut mobiliser en cas de besoin (pour prêter à des banques ou pour intervenir sur le marché des changes).

Actuellement, le dollar, l'euro, le yen et la livre sterling sont les seuls actifs de réserve d'importance.

### **Actif (financier)**

dans un bilan, c'est-à-dire dans le compte retraçant le patrimoine d'un agent économique à une date donnée, désigne ce que possède l'agent en question (le passif désignant l'origine financière des actifs). Par extension, le terme désigne désormais tout avoir pouvant être vendu, qu'il s'agisse de biens matériels (terrain, immeuble, machine, stock), de droits de propriété (marque, fonds de commerce, brevet...), de créances représentatives de prêts (obligations...) ou de titres de propriété (actions, parts sociales). L'actif net désigne ce qu'il reste de l'actif une fois toutes les dettes payées.

### **Action**

titre de copropriété d'une société. L'ensemble des actions d'une société correspond à son capital social (voir ce terme). La division de ce dernier en de nombreuses actions a pour but d'en faciliter l'achat et la revente. Les actions des sociétés les plus importantes sont cotées en Bourse, parce que, chaque jour, les opérations d'achat et de vente sur ces actions sont suffisamment nombreuses pour que le prix qui en résulte soit significatif.

La valeur d'une action ne dépend pas seulement de l'offre et de la demande, c'est-à-dire des appréciations que les personnes intéressées portent sur la société en question, mais aussi de sa rentabilité, c'est-à-dire des bénéfices qu'elle effectue et, éventuellement, distribue en dividendes à ses copropriétaires, ainsi que des appréciations que les éventuels acheteurs portent sur l'évolution des bénéfices à venir.

Il est fréquent que l'on mesure le price earning ratio (PER), c'est-à-dire le rapport entre le cours en Bourse et les bénéfices nets réalisés. En France, le PER de la majorité des sociétés est compris entre 10 et 14 : cela signifie que si les bénéfices à venir se maintiennent, c'est-à-dire si la rentabilité de la société par rapport à son capital social ne change pas, il faudrait à l'acquéreur d'aujourd'hui entre onze et quatorze ans pour récupérer, en dividendes ou en plus-values, le prix de l'achat de l'action. Au Japon, le PER a été longtemps compris entre 25 et 35, ce qui indiquait que les exigences de rentabilité des actionnaires étaient moindres qu'en France. Cela correspondait en fait à un capitalisme de réseaux, où les détenteurs principaux des actions d'une société étaient des banques ou d'autres sociétés amies. La crise financière larvée qui existe au Japon depuis le début des années 90 a mis fin à cette " surévaluation " des actions des sociétés cotées, et la baisse des cours qui s'est ensuivie a ramené le PER aux niveaux européens (de l'ordre de 10-12). Aux Etats-Unis, le PER est encore plus bas : il est compris le plus souvent entre 8 et 11, chiffre peu élevé qui indique l'exigence de rentabilité imposée par les actionnaires, qui ne demeurent fidèles à une société que si ses profits atteignent un montant régulièrement élevé.

Un autre indicateur, plus stable, était utilisé dans l'entre-deux-guerres et revient aujourd'hui, le cours de Bourse rapporté à la valeur de l'actif net (actif de l'entreprise moins ses dettes) : au-delà de 2 on considère qu'une action est chère.

### **Attac (Association pour la taxation des transactions financières et l'aide pour les citoyens)**

créée en 1998 à l'initiative du Monde diplomatique, cette association avait originellement pour but de militer en faveur d'une " taxe Tobin ", c'est-à-dire, comme le préconisait James Tobin (prix Nobel en 1981), de taxer les mouvements de capitaux afin d'en réduire la volatilité. L'idée était que l'on pouvait faire alors d'une pierre deux coups : atténuer le risque de crise financière lié à l'instabilité potentielle des capitaux et financer un transfert de ressources en faveur du développement. Peu à peu, l'Association a élargi son objectif et devient désormais le principal lobby anti-mondialisation libérale, implanté dans plus d'une trentaine de pays.

### **Audit**

expertise indépendante visant à établir soit la sincérité des comptes examinés, soit l'efficacité d'une organisation, soit des points particuliers (comme, par exemple, le respect d'un cahier des charges permettant l'utilisation d'un label).

L'audit est en général destiné à vérifier qu'une organisation ne donne pas d'elle-même une image faussée. Initialement réservés à l'univers comptable (les comptes de telle société reflètent-ils la réalité ?), les audits se sont beaucoup développés avec la mise en place de labels (ex. : le commerce équitable), d'appellations d'origine ou d'assurance qualité. Le problème crucial de l'audit concerne l'indépendance des organismes qui en sont chargés : l'affaire Enron, en 2001, a montré que des " auditeurs " financés par une société puissante peuvent participer au maquillage de la réalité. Actuellement, c'est dans le domaine de la responsabilité sociale des entreprises (comment ces dernières traitent-elles leurs salariés et leurs fournisseurs ?) et du commerce équitable que l'audit se développe.

### **Autofinancement**

partie des investissements qu'une entreprise finance par ses propres ressources, sans avoir recours à l'emprunt ou à une augmentation du capital apportée par ses actionnaires. Les ressources dont dispose l'entreprise en propre sont constituées des bénéfices non distribués aux actionnaires, mais également des amortissements et provisions, qui sont des charges calculées, mais qui correspondent à la récupération de sorties de fonds déjà effectuées (amortissement) ou à venir (provisions). Le taux d'autofinancement est calculé en rapportant ces ressources internes au montant des investissements effectués durant l'exercice. La capacité d'autofinancement, ou marge brute d'autofinancement (terme plus exact que son homologue anglo-saxon cash-flow), désigne la somme des dividendes distribués et de l'autofinancement : elle mesure l'enrichissement engendré par l'entreprise au profit de ses propriétaires, que cet enrichissement soit distribué (dividendes) ou qu'il soit accumulé (autofinancement).

### **Big Bang**

expression anglaise désignant la réforme de la Bourse intervenue au Royaume-Uni en 1986.

Cette réforme a en effet été vécue comme un grand choc par les professions concernées, puisque les intermédiaires qui bénéficiaient jusqu'alors d'un monopole de transaction (les agents de change pour les actions, par exemple) ont perdu ce monopole. D'une manière générale, le Big Bang a consisté à faire sauter les compartimentages entre les différents marchés financiers (marché des actions en Bourse, marché des obligations, marché des autres titres) pour permettre aux spécialistes qui intervenaient sur chacun de ces marchés de pouvoir intervenir sur les autres. Ce qui a eu pour effet de créer des titres nouveaux de nature mixte : par exemple, des obligations convertibles en actions, des titres à rémunération partiellement variable, etc.

### **Bilan**

document comptable dressant l'inventaire du patrimoine d'une entreprise à une date donnée, sous le double point de vue de l'utilisation des fonds (actif, ou nature des avoirs) et de leur origine (passif). Par définition, actif et passif sont identiques dans un bilan. Si, entre deux dates, l'actif a progressé davantage que le passif, cela signifie que l'entreprise a réalisé des profits (et si l'actif a régressé par rapport au passif, c'est que des pertes ont été enregistrées). C'est donc le résultat (bénéfice ou perte) qui assure l'équilibre du bilan.

### **Billet de trésorerie**

titre d'emprunt à moyen ou court terme (de dix jours à sept ans) émis par une entreprise et comportant le paiement d'un intérêt fixe.

Depuis la réforme de 1984, les grandes entreprises cotées en Bourse et réalisant au moins 1,5 milliard d'euros de chiffre d'affaires sont habilitées à émettre des billets de trésorerie, qui peuvent faire l'objet de transactions sur le marché monétaire. Cette autorisation revient à donner aux entreprises l'autorisation de se financer sans passer par l'intermédiaire bancaire, donc à meilleur compte. Mais le risque est plus grand pour les souscripteurs de ces billets : c'est pourquoi ils sont émis avec un taux d'intérêt en général un peu plus élevé que celui exigé par la banque centrale.

### **Blanchiment**

ensemble des techniques utilisées pour transformer des revenus clandestins ou illégaux (argent tiré de trafics, de vols, de pots-de-vin, d'activités criminelles...) en revenus légaux.

Le terme tirerait son origine du fait que les laveries automatiques (où l'on paye avec des pièces), très usitées aux Etats-Unis, auraient été utilisées pour transformer de l'argent sale en revenus issus d'une activité légale. Cette forme artisanale a depuis longtemps cédé la place à des techniques plus sophistiquées : casinos (il suffit de déclarer plus de paris qu'il n'y en a eu en réalité), fausses factures, multiplication de chèques bancaires encaissés

par des sociétés fictives qui font circuler l'argent de compte à compte, entre paradis fiscaux qui ne prélèvent pas (ou fort peu) de taxes... D'où l'importance de contrôler les paradis fiscaux et de les contraindre à rendre publics certains mouvements de fonds. Depuis 1995, dans l'Union européenne, toute banque est tenue de signaler les opérations qui lui paraissent suspectes de pouvoir cacher des opérations de blanchiment. Le groupe des sept plus grands pays industrialisés (qu'on appelle G7) a mis en place un Groupe d'action financière internationale (Gafi), auquel participent 29 pays, chargé de lutter contre le blanchiment et d'établir la liste des pays les moins coopératifs dans ce domaine.

### **Bons du Trésor**

titres d'emprunts émis par le Trésor public pour se financer. Leur durée peut aller de quelques mois à trente ans (aux Etats-Unis, où les bons à trente ans sont émis à coupon zéro, c'est-à-dire que les intérêts dus par l'emprunteur sont décomptés dès l'émission : un bon remboursable 10 000 dollars dans trente ans est émis, par exemple, à 3 000 dollars). Il peut s'agir de bons négociables (matérialisés par des titres, donc revendables avant l'échéance sur un marché financier) ou de bons en comptes (non négociables). En France, les bons du Trésor à durée longue (sept ans ou plus) sont désormais appelés obligations assimilables (ce dernier terme signifiant que, même émis à des dates différentes, les différents emprunts ont une même date de remboursement et un même taux d'intérêt, ce qui permet d'organiser une cotation unique de tous les titres assimilés). Ces bons sont tous sur formule, pour en faciliter la cotation, donc la revente sur un marché secondaire (dit de l'occasion). Ainsi les obligations assimilables du Trésor (OAT) bénéficient-elles à la fois d'une grande sécurité (il est exclu que le Trésor public fasse faillite) et d'une grande liquidité (on peut les revendre très facilement, tant le marché secondaire est actif), ce qui facilite leur placement et, en même temps, permet au Trésor de les émettre à des taux un peu inférieurs à ceux du marché.

### **Bourse**

la Bourse des valeurs mobilières est un marché financier sur lequel on cote les prix des titres de propriété de sociétés privées (actions, droits de souscription d'actions). Pour assurer au marché (achat et vente d'un type d'actions) une taille minimale, en dessous de laquelle le prix (la cote) ne signifierait pas grand-chose, seules les entreprises d'une certaine importance sont acceptées à la cotation. Il faut en outre qu'une fraction significative des actions qui composent leur capital social soit vendue sur le marché. A la Bourse des valeurs mobilières, il existe également un compartiment où sont cotées les obligations (notamment les obligations émises par le Trésor public et par les entreprises publiques). Il existe également une Bourse de commerce (pour les lots de matières premières).

### **Cac 40**

" cotation assistée en continu " des quarante valeurs (actions de sociétés cotées en Bourse sur le marché du " règlement différé ", voir Bourse) les plus échangées à la Bourse de Paris. Sur ces quarante valeurs, le flux des ordres de vente et d'achat est en effet suffisant pour que fonctionne un système électronique de compensation, permettant de déterminer à chaque moment le cours (la cote) résultant des ordres d'achat et de vente. De ce fait, on peut à tout moment calculer un indice sur la base de ces quarante valeurs, et l'importance de ces dernières permet de considérer que cet indice est représentatif des fluctuations de l'ensemble des valeurs cotées en Bourse. D'où le rôle du Cac 40, censé exprimer les fluctuations de la Bourse française dans son ensemble.

### **Capitalisme financier**

concept développé par un économiste marxiste du début du XXe siècle, Rudolf Hilferding, et repris par Lénine pour caractériser l'évolution du capitalisme au sein duquel les banques (et les institutions financières) détiennent une part croissante du capital.

L'hypothèse sous-jacente à l'hypothèse d'un capitalisme financier est que le contrôle du capital par des organismes financiers (banques, sociétés d'assurances, fonds de pension...) modifie profondément le fonctionnement même du système économique : lorsque les propriétaires sont aux commandes, ils s'efforcent de ne pas sacrifier le long terme au court terme. Au contraire, la logique strictement financière amènerait les institutions financières à privilégier les bénéfices immédiats, fût-ce au détriment de la croissance future. Rudolf Hilferding estimait, en outre, que la puissance des organismes financiers allait engendrer inévitablement des combats de géants entre groupes financiers, et Lénine y voyait la source des luttes impérialistes en vue d'un partage du monde et de ses ressources. Il n'est pas sûr que le capitalisme financier engendre tous ces maux, mais, incontestablement, il contribue à modifier le fonctionnement même du système économique : il suffit de comparer la façon dont sont gérées les entreprises américaines (largement contrôlées par le capital financier) et



les entreprises allemandes (dans lesquelles les groupes financiers jouent un rôle très mineur). Certains (Michel Albert, par exemple) opposent ainsi un capitalisme rhénan et un capitalisme anglo-saxon.

### **Capitalisme managérial**

concept forgé dans les années 30 par Adolf Berle (économiste américain) pour désigner le fait que les propriétaires du capital délèguent de plus en plus fréquemment leur rôle de gestionnaires à des salariés de haut niveau chargés de développer l'entreprise. Cette évolution est d'autant plus accentuée que, avec la vente sur le marché boursier d'une partie souvent importante des actions détenues initialement par les familles propriétaires, le capital des grandes entreprises devient très émietté et que la montée des managers en est facilitée, puisque aucun actionnaire ne détient plus réellement le pouvoir.

Le capitalisme managérial est parfois appelé en France capitalisme technocratique. L'exemple type est celui de Danone, firme dans laquelle aucun actionnaire ne détient plus de 3 % du capital, ce qui a permis à Antoine Riboud (et désormais à son fils Franck) de contrôler et de gérer l'entreprise avec très peu d'actions. Il convient cependant de remarquer que, même s'ils n'exercent plus effectivement le pouvoir, les actionnaires conservent la capacité de se révolter et de se coaliser pour démettre un manager qui, à leurs yeux, effectue des choix qui réduisent l'espoir de profits, pour le remplacer par un autre. Cette révolte des actionnaires a été particulièrement importante aux Etats-Unis, pourtant patrie du capitalisme managérial.

### **Capital-risque**

placement effectué dans le capital d'une entreprise qui, n'ayant pas encore ou pas suffisamment fait ses preuves, engendre pour l'épargnant le risque de perdre tout ou partie de son avoir.

En contrepartie de ce risque élevé, le profit peut lui-même être élevé si l'entreprise réussit. On désigne sous le nom de société de capital-risque les sociétés financières spécialisées dans la collecte d'épargne en vue d'investir dans des entreprises en développement, mais à risque élevé. L'intérêt de ces sociétés de capital-risque est de mutualiser le risque en question : si l'une des entreprises dans lesquelles le placement est effectué disparaît, tandis qu'une autre fait des affaires fructueuses, la société de capital-risque qui avait financé les deux entreprises peut compenser, et les détenteurs du capital de cette société, dont la seule finalité est financière, subissent moins de risques.

### **Certificat de dépôt**

titre émis par une banque en échange d'un dépôt à terme (de 10 jours à 5 ans) effectué par un particulier (il s'agit en général d'entreprises plaçant provisoirement leur trésorerie, car le montant de ces dépôts est habituellement d'au moins 150 000 euros). L'argent est bloqué jusqu'à expiration du terme, mais le titre est négociable et peut donc être revendu par son propriétaire en cas de besoin.

Le prix auquel un certificat de dépôt peut se revendre (sur le marché monétaire) dépend de son taux d'intérêt et de la plus ou moins grande proximité du terme.

### **Certificat d'investissement**

action sans droit de vote, mais donnant droit à dividende au même titre que les actions normales.

Ce type de titre a été inventé pour permettre aux sociétés nationalisées en 1982 de faire appel à l'épargne publique sans que l'Etat perde son monopole de propriété. En effet, les certificats d'investissement ne sont pas des titres de propriété, mais des titres d'emprunt dont la rémunération est indexée sur les résultats distribués aux actionnaires (en l'occurrence, à l'actionnaire unique qu'est l'Etat).

### **Concentration**

réduction du nombre d'entreprises dans une branche ou pour une activité donnée. La concentration peut être horizontale, verticale ou financière. Dans le premier cas - concentration horizontale -, une entreprise absorbe ou fait disparaître des concurrents. Dans le deuxième cas - verticale -, elle absorbe des fournisseurs ou des clients. Dans le troisième cas - financière -, il n'y a pas disparition des entreprises, mais prise de contrôle. On notera que la concentration financière conduit à la constitution de groupes, mais ne s'accompagne pas d'une diminution du nombre d'entreprises : ce qui diminue, ici, ce sont les entreprises indépendantes. Enfin, alors que les deux premiers types de concentration obéissent à une logique de produit - concurrents, clients ou fournisseurs -, la concentration financière obéit à une logique financière, seule comptant la rentabilité de l'ensemble, et non la nature de ce qu'il produit.

## **Déréglementation**

Henri Bourguinat a identifié les « trois D » à l'origine de la globalisation financière : déréglementation, décloisonnement, désintermédiation.

La déréglementation désigne le processus d'assouplissement ou de suppression des réglementations nationales régissant, et restreignant, la circulation des capitaux (contrôle des changes, encadrement du crédit, etc.). Partie des États-Unis et du Royaume-Uni, elle s'est progressivement étendue à tous les pays industrialisés dans les années 1980.

Le décloisonnement désigne l'abolition des frontières segmentant les marchés financiers : segmentation des divers marchés nationaux, d'une part ; mais aussi segmentation, à l'intérieur d'un même pays, entre divers types de marchés financiers : marché monétaire, marché obligataire, marché des changes, marché à terme, etc. Aujourd'hui, les marchés financiers nationaux sont interconnectés, constituant un vaste marché global. Et les différents compartiments du marché financier ont été unifiés, pour créer un marché plus large et profond, accessible à tous les intervenants à la recherche d'instruments de financement, de placement, ou de couverture.

La désintermédiation, enfin, désigne la possibilité offerte aux opérateurs désireux de placer ou d'emprunter des capitaux, d'intervenir directement sur les marchés financiers, sans être obligés de passer par ces intermédiaires financiers traditionnels que sont les banques. Dans des pays comme l'Allemagne ou la France, le financement des entreprises a longtemps été massivement intermédié, c'est-à-dire assuré par les banques ; mais la part du crédit bancaire dans le financement des entreprises a fortement diminué dans ces deux pays, passant des deux tiers à la fin des années 1970 à environ 50 % aujourd'hui.

## **Délocalisation**

désigne tout déplacement d'unité de production d'un pays vers un autre. La plupart du temps, une délocalisation se traduit par un transfert d'activité, au sein d'une entreprise ayant une implantation multinationale, d'un site vers un autre, situé dans un autre pays. Il peut arriver, cependant, que la délocalisation prenne la forme d'une fermeture pure et simple d'une unité de production dans un pays (ou d'une fraction de cette unité), au profit d'achats externes de produits analogues produits par une autre firme dans un autre pays. Dans ce cas, il ne s'agit plus seulement de délocalisation (changement de lieu de production), mais aussi de restructuration (la production est confiée en tout ou en partie à des sous-traitants).

La délocalisation d'une unité de production est liée à la recherche d'un coût de production plus bas. Ce peut être le coût salarial (transfert d'activités vers des pays à salaires plus bas) ou le niveau fiscal. Mais il peut arriver aussi que la délocalisation consiste à regrouper sur un même site des activités jusque-là effectuées dans des endroits différents : le but de ce regroupement est alors de réaliser des économies d'échelle. L'un des exemples les plus connus de ce type de délocalisation est le transfert de l'usine Hoover de Dijon, en 1992, vers une autre usine du même groupe située en Ecosse. Bien que ce transfert ait été généralement présenté comme lié aux salaires écossais plus bas que les salaires dijonnais, la raison principale de la direction du groupe, confronté à des pertes de part de marché, était de regrouper en un seul site une production jusqu'alors effectuée dans deux usines différentes.

Les délocalisations ont été présentées par le rapport Arthuis (écrit alors que Jean Arthuis n'était que sénateur de la Mayenne, et non ministre de l'Economie du gouvernement Juppé) comme une des principales sources potentielles de pertes d'emplois en France : face à des écarts de coût salarial de l'ordre de 1 à 100, les entreprises auraient tendance à privilégier cette forme de réduction des coûts. Dans des secteurs comme le textile, c'est sans doute vrai, et la concurrence des pays à bas salaires (aussi bien comme sous-traitants que comme pays d'implantation de filiales tournées vers l'exportation) est forte. Néanmoins, l'ensemble des études menées dans ce domaine montrent que cette concurrence n'explique qu'une partie minoritaire des suppressions d'emplois dans ces branches (au plus un sur quatre depuis dix ans), la plupart ayant été supprimés en raison de gains de productivité particulièrement élevés. En outre, les secteurs menacés sont finalement assez peu nombreux, pour des raisons de qualité, de difficultés de communication ou de rapidité de livraison. Au total, il semble que les délocalisations, pour réelles qu'elles soient, ne sont destructrices d'emplois que parce que l'ensemble des branches industrielles, en France, souffrent d'une dynamique productive insuffisante. C'est la faiblesse de la croissance qui rend la question des délocalisations épineuse, ce ne sont pas les délocalisations qui engendrent le chômage de masse que nous connaissons.

## **Dow Jones**

indice boursier calculé pour rendre compte de l'évolution des cours des actions cotées au New York Stock Exchange (la Bourse de New York, située à Wall Street).

## **Eurodollar**

désigne les prêts ou emprunts en dollars effectués par des organismes en-dehors du territoire américain.

Le terme serait né dans les années 50 à l'initiative de la Banque de l'Europe du Nord (d'où le terme euro...), organisme bancaire représentant officieusement l'Union soviétique dans les pays occidentaux. L'URSS, en effet, avait besoin de dollars pour acheter des produits sur les marchés internationaux, mais il lui était difficile de demander des crédits officiels. Ce fut donc cette banque qui emprunta des dollars, lesquels lui furent versés sur des comptes ouverts à Londres et à Paris, dans ses succursales. D'où cette curiosité : une banque située à Paris pouvait gérer des comptes libellés en dollars.

Actuellement, le marché de l'eurodollar a beaucoup perdu de son importance stratégique, puisqu'il n'existe plus de contrôle des changes. Mais il demeure important, car le dollar étant la monnaie la plus utilisée dans les échanges (commerciaux ou financiers) mondiaux, la plupart des organismes bancaires cherchent à en emprunter ou à en placer, selon qu'elles disposent ou non d'avoirs liquides libellés en dollars. Il existe donc un euromarché entre banques, sur lequel on se prête ou on s'emprunte, pour quelques jours, des sommes très importantes (de l'ordre du million de dollars au moins). Ce marché est un peu l'équivalent, à l'échelle mondiale, du marché monétaire national, sur lequel les banques placent ou empruntent les quantités de monnaie banque centrale dont elles disposent ou dont elles ont besoin. De la même manière que le marché monétaire national alimente en liquidités l'ensemble du système bancaire, l'euromarché alimente en liquidités internationales l'ensemble des banques, et constitue donc en fait la base du marché mondial des capitaux.

## **FCP (fonds commun de placement)**

désigne un organisme proposant aux épargnants des produits financiers (on parle de parts de FCP) dont la valeur est déterminée par le portefeuille de titres (actions, obligations...) géré par le fonds.

Un FCP, comme une Sicav, est un organisme de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM). Ce type de structure permet une gestion collective - réalisée par des professionnels - des placements des épargnants, mais également une certaine mutualisation de ces derniers. En souscrivant des parts de FCP, un épargnant s'évite le soin de gérer lui-même son portefeuille, ce qui peut être à l'origine d'une meilleure gestion et, surtout, d'économies d'échelle (l'achat ou la vente de titres en grand nombre coûte moins cher par unité que lorsqu'il s'agit de quelques titres). La différence entre Sicav et FCP est que ce dernier est une copropriété : les risques sont donc partagés entre les copropriétaires, et le gérant se borne à gérer pour le compte des copropriétaires. Au contraire, dans une Sicav, on a affaire à une société, soumise à des contraintes de gestion plus strictes et à des coûts plus élevés, mais avec des risques moindres pour les épargnants.

## **Fonds de couverture (hedge funds)**

fonds d'investissement spéculatif utilisant des techniques sophistiquées d'arbitrage et d'effets de levier. Ils interviennent sur tous les marchés (actions, obligations, matières premières, produits dérivés, devises), en privilégiant une gestion très active et la liquidité des actifs.

Les fonds spéculatifs s'adressent à une clientèle, composée de personnes physiques ou morales, disposant d'un patrimoine élevé et présentant une plus grande tolérance à l'égard du risque (on parle de « *risk lovers* »). En plus des frais de gestion de l'ordre de 2% des actifs gérés, les gestionnaires perçoivent en général une rémunération (autour de 20%) directement liée aux performances de leur fonds dont ils détiennent des parts. A la fin de 1997, il y avait environ 3 000 fonds spéculatifs, la plupart américains, dont les avoirs propres atteignaient près de 400 milliards de dollars, ce qui est faible (autour de 1%) par rapport à l'ensemble des actifs gérés par les investisseurs institutionnels.

Bien que certains d'entre eux aient défrayé la chronique comme le fonds de George Soros ou dans le cas de *Long Term*

*Capital Management* (LTCM), ces fonds ne sont pas bien connus dans leur mode de fonctionnement.

## **Globalisation**

néologisme d'origine anglaise désignant la mondialisation financière, c'est-à-dire l'existence d'un marché mondial du capital. Par extension, tend à désigner le fait que les décisions stratégiques des entreprises multinationales visent parfois à réaliser une intégration productive mondiale : production de tel composant ici, de tel autre là, assemblage ailleurs, etc.

D'une certaine manière, " globalisation " s'oppose à " multinationalisation ". Ce dernier terme sous-entend qu'une entreprise, bien qu'ayant une implantation dans plusieurs pays, demeure attachée principalement à un pays en particulier, en général son pays d'origine. Au contraire, le terme globalisation sous-entend que l'entreprise est

détachée d'une base territoriale particulière, que le monde est son territoire, et qu'elle décide de sa stratégie productive en fonction des coûts de production relatifs des différents pays, et en vue de la mise au point d'un produit vendu dans le plus grand nombre de pays possibles.

### **Investissement direct à l'étranger (IDE)**

désigne tout investissement transfrontalier dont le résultat est soit d'acquérir (ou de contrôler) une société existante, soit de créer de nouvelles capacités de production par le biais d'une filiale. On oppose souvent les IDE aux investissements de portefeuille, c'est-à-dire aux achats de titres sur des marchés financiers : dans le premier cas, l'investissement est durable et se traduit par une augmentation de la capacité de production contrôlée par la firme qui effectue l'IDE, dans le deuxième cas, il ne s'agit que d'investissements à finalité financière, susceptibles d'être liquidés à tout moment par revente sur le marché financier où ils ont été acquis.

Les IDE matérialisent la tendance à l'essor des firmes multinationales. Dans leur chiffrage, on compte les réinvestissements effectués sur place par les filiales détenues : il s'agit donc moins de chiffrer les flux effectifs transférés que le patrimoine contrôlé par des firmes multinationales.

On peut mesurer les IDE de deux manières :

- la mesure des IDE peut se faire à un moment donné ; c'est une photographie, **un stock**. Le stock exprime donc un niveau constaté à une date donnée.
- la mesure des IDE peut se faire pendant une certaine période de temps donné (mois, année) ; le résultat de cette mesure est une variation (augmentation, diminution) : c'est **un flux**. Le flux exprime un mouvement entre deux dates.

**Stock et flux sont liés** : le stock se modifie en fonction du flux ; ainsi, si les flux d'investissements directs étrangers en France augmentent, le stock d'investissements directs étrangers en France augmentera.

### **Matif**

sigle désignant le Marché à terme international de France. Il s'agit d'un marché à terme d'instruments financiers.

Comme sur tous les marchés à terme, on achète et on vend des produits (ici, il s'agit de contrats) à des conditions (prix, quantités) fixées aujourd'hui, mais dont l'exécution est repoussée à une date convenue d'avance (le terme). Sur le Matif, le produit échangé est un emprunt fictif (d'où son nom de notionnel), composé d'une certaine proportion d'obligations de qualité déterminée et remboursables à dix ans (pour le notionnel Matif dix ans). La valeur marchande actuelle de ces titres dépend du taux d'intérêt pratiqué sur le marché : si le taux d'intérêt monte, la valeur des titres déjà émis baisse, puisque la demande des épargnants va se porter de préférence sur les nouveaux titres émis avec un taux d'intérêt plus élevé. Conséquence : si les opérateurs sur le Matif anticipent une hausse des taux, le notionnel perd de la valeur, et il en gagne dans le cas inverse. Ce contrat à terme permet à des opérateurs d'éliminer le risque sur le coût de leurs propres emprunts à venir.

### **NASDAQ**

La « National Association of Securities Dealers Automated Quotation » est un marché boursier électronique créé aux Etats-Unis en 1971. Il avait la particularité d'introduire ce qui se généralisa ensuite : la cotation automatisée et donc à terme la possibilité pour des spéculateurs d'intervenir à distance sur le marché. Il s'agissait d'un marché hors cote où se négociaient les titres non pris en compte sur les grands marchés traditionnels de Wall-Street. C'est pourquoi s'y sont retrouvés très vite les titres de firmes récentes liées à aux NTIC. L'indice synthétique NASDAQ est ainsi devenu représentatif de l'évolution des cours de la Nouvelle Economie.

### **Paradis fiscal**

territoire sur lequel l'impôt sur les bénéfices ou les revenus de capitaux supporté par les non-résidents est insignifiant.

Le Liechtenstein, les îles Caïmans, les îles Anglo-Normandes, la Suisse (à un moindre degré) sont des paradis fiscaux qui, de ce fait, attirent de nombreuses sociétés qui y domicilient théoriquement leur siège social (tout en conservant, en fait, leurs activités dans d'autres lieux). Le paradis fiscal est habituellement un Etat minuscule (voire une fraction d'Etat) pourvu d'un statut fiscal avantageux. En outre, un paradis fiscal ne peut attirer les contribuables qui cherchent à échapper à l'impôt que s'il fait montre de discrétion vis-à-vis des instances internationales ou étrangères. Il existe une différence entre paradis fiscal et place offshore (voir ce terme) : le

premier est caractérisé par une faible imposition des revenus du capital, voire une imposition nulle, mais pas forcément par une absence de contrôle ou le refus de communiquer des informations bancaires à la justice, alors que c'est le cas des places offshore.

### **Produit dérivé**

désigne un titre financier dont la valeur de base est déterminée par l'évolution des cours d'une marchandise, d'un autre titre ou d'un ensemble d'autres titres. Les transactions sur les produits dérivés sont en **forte croissance** depuis le début des années 1980 et représentent désormais **l'essentiel de l'activité des marchés financiers**. En 2004, l'ISDA (international swaps and derivatives association) a relevé une croissance annuelle de 29% pour les dérivés sur produits de taux d'intérêt et de 21% pour les dérivés sur actions et indices d'actions.

C'est donc un marché sur lequel règne une forte spéculation, qui est régulièrement à l'origine de scandales retentissants, car, bien évidemment, bon nombre d'opérateurs qui pratiquent la spéculation utilisent pour cela des fonds qui ne leur appartiennent pas : trésoriers d'entreprise, gestionnaires de fonds de pension, correspondants de banque, etc.

### **Profitabilité**

indicateur de rentabilité, mesurant la différence entre le coût des capitaux empruntés et le rapport des capitaux investis dans une activité productive.

La profitabilité mesure le rendement économique tiré de l'emprunt de capitaux (financiers) dans un but productif. Lorsque cette profitabilité s'annule ou devient négative, cela signifie que la rentabilité nette d'une activité économique s'annule ou devient négative, ce qui, on s'en doute, dissuade ou freine les investissements de nature productive. Pour des auteurs comme Edmond Malinvaud, la profitabilité explique, mieux que le taux de profit, les fluctuations de l'investissement, donc de l'activité économique.

### **Second marché**

marché boursier sur lequel sont cotées (depuis 1983 en France) des sociétés de taille plus modeste que sur le marché principal (appelé cote officielle).

Pour demander à être cotée au second marché, une société (SA obligatoirement) doit seulement mettre sur le marché au moins 10 % de ses actions, contre 25 % dans le cas des sociétés admises à la cote officielle (règlement au comptant ou règlement différé). De ce fait, les sociétés cotées sur ce marché font l'objet d'une offre et d'une demande de titres bien moindres (on dit que le marché est étroit), ce qui peut entraîner des variations de cours très fortes et imprévisibles : il suffit, par exemple, qu'un investisseur détenant 1 % du capital social vende ses actions pour que l'offre entraînée par cette vente provoque un effondrement des cours. Le second marché est donc un marché très spéculatif.

### **Stock-options**

terme anglais désignant une forme de rémunération des cadres dirigeants : si le chiffre d'affaires, ou les profits, ou les cours en Bourse des actions de la société qu'ils dirigent augmente au moins d'une certaine proportion durant l'année, les dirigeants en question reçoivent un certain montant d'options sur les actions de la société, qu'ils peuvent acquérir à une date ultérieure et à un prix fixé dans l'option.

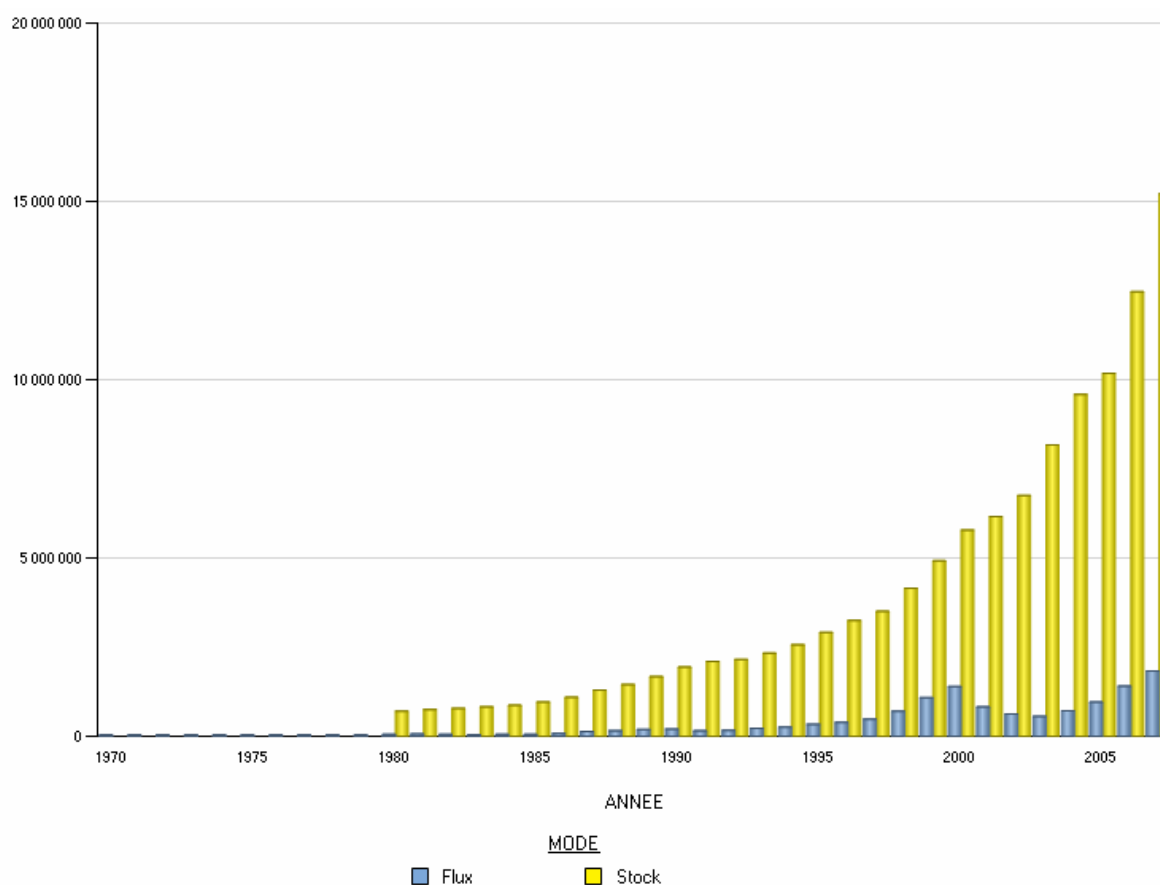
### **Zinzins**

abréviation euphonique tirée du terme " les-investisseurs-institutionnels " (faire la liaison), qui désigne les organismes gérant de grosses masses d'argent et intervenant à ce titre comme acheteurs structurels sur les marchés financiers : sociétés d'assurance-vie, Sicav, organismes de retraite, Caisse des dépôts et consignations (CDC), etc.

Selon les classifications habituelles, les investisseurs institutionnels (les « zinzins ») regroupent trois types principaux d'institutions : les organismes de placement collectif (OPC), les compagnies d'assurances et les fonds de pension. Le poids de ces différentes institutions financières est très variable selon les pays. Les fonds de pension dominent aux États-Unis tandis que les assurances ont le plus gros portefeuille au Japon ; en France, la première place revient aux OPCVM (les organismes de placement collectif en valeurs mobilières regroupent deux catégories d'institutions : les sociétés d'investissement à capital variable (Sicav) et les fonds communs de placement (FCP)).

## II) Les Investissements Directs à l'Etranger.

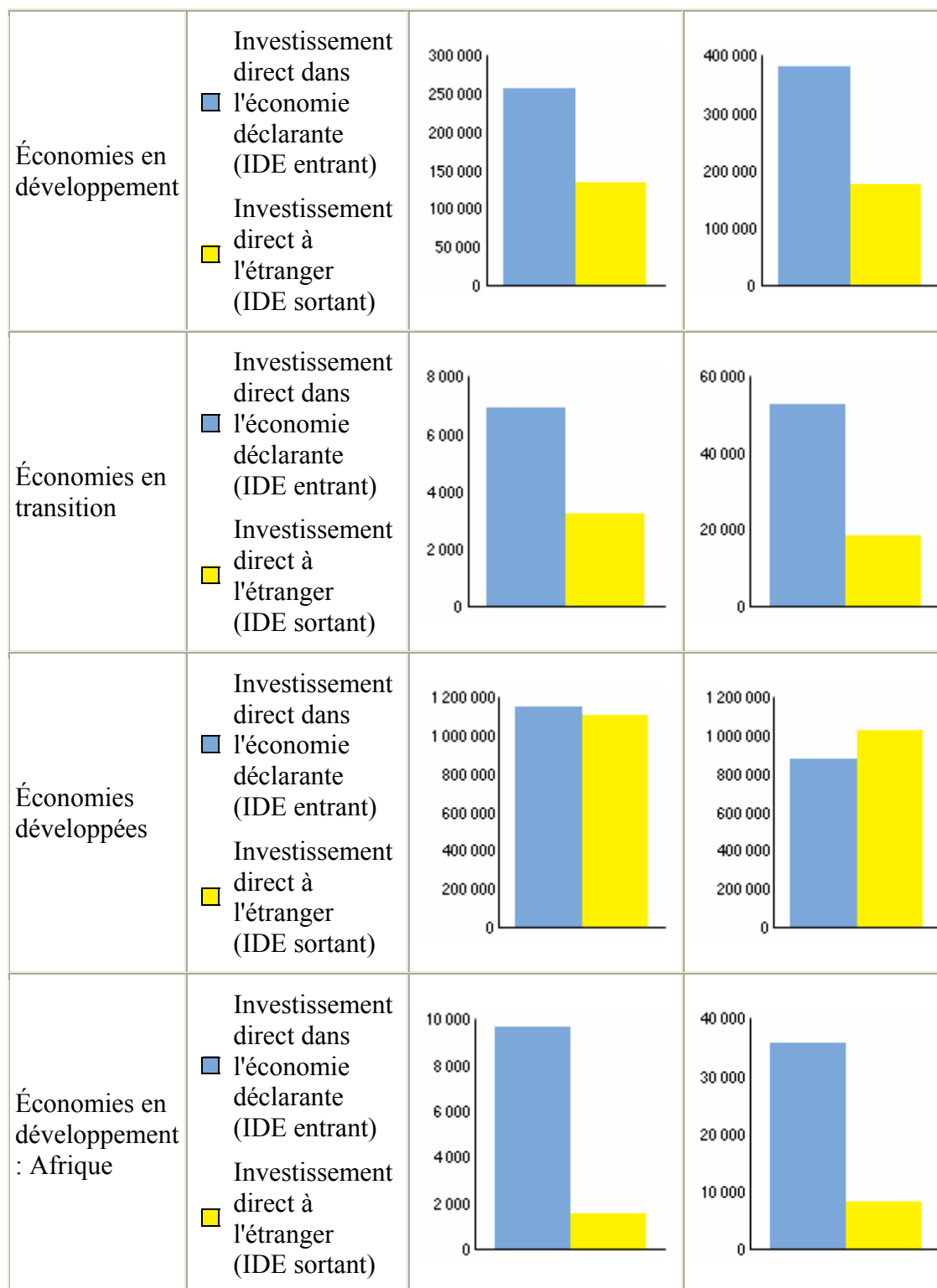
Doc 1 : Statistiques de stock et de flux. Source : CNUCED, rapport sur l'investissement mondial 2008.



Doc 2 : Investissement direct étranger : flux et stocks entrants et sortants.  
Source : CNUCED, rapport sur l'investissement mondial 2008.

MESURE (Millions de dollars EU aux prix courants)

		2000	2006
		Flux	Flux
Monde	Investissement direct dans l'économie déclarante (IDE entrant)		
	Investissement direct à l'étranger (IDE sortant)		



**Doc 3 : QUESTIONS-RÉPONSES.** Source : Article paru dans l'édition du Monde du 14.03.06

**1. Quels sont les grands courants d'investissements directs étrangers (IDE) dans le monde ?**

Les IDE à l'étranger sont le principal marqueur de l'internationalisation de l'économie et des rapports de forces entre puissances économiques. Après avoir crû modestement jusqu'au milieu des années 1990, les investissements en provenance de l'étranger (flux « entrants ») se sont brusquement

envolés, passant d'environ 300 milliards de dollars en 1994 à 1 400 milliards en 2000. Mais la crise économique consécutive à l'éclatement de la bulle Internet, en 2000, a entraîné un fort recul jusqu'en 2003, les IDE « entrants » se stabilisant depuis à hauteur de 600 milliards de dollars par an (648 en 2004, selon la Conférence des Nations unies pour le commerce et le développement - Cnuced).

L'essentiel des IDE provient des - ou se dirige vers - les pays riches : les IDE entrants dans les trente pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), les plus industrialisés de la planète, s'élevaient à 407 milliards de dollars en 2004. De même, les IDE en provenance des pays de l'OCDE s'élevaient, selon celle-ci, à 668 milliards de dollars en 2004 (dont 252 des Etats-Unis), contre 70 seulement venant d'Asie et d'Océanie et 10 d'Amérique latine.

## **2. La France est-elle ouverte aux investissements étrangers ?**

En 2004, les IDE français à l'étranger se sont montés à 47,8 milliards de dollars, alors que les IDE en France n'en représentaient que la moitié (24,3 milliards). A titre de comparaison, dans l'Union européenne (UE), les flux entrants d'IDE représentaient 77 % des flux sortants et, aux Etats-Unis, 42 %. Toujours en 2004, le stock des capitaux étrangers placés en France s'élevait à 535 milliards de dollars (26,5 % du produit intérieur brut - PIB), et les capitaux français placés à l'étranger à 769 milliards (38,1 % du PIB), à comparer à respectivement 31,7 % et 40,9 % du PIB de l'UE, et 12,6 % et 17,2 % du PIB américain. L'index d'ouverture internationale des économies nationales, publié par la Cnuced à partir de quatre indicateurs (flux d'IDE entrants sur plusieurs années rapporté, d'une part au PIB, d'autre part à la formation de capital fixe, valeur ajoutée des filiales étrangères rapportée au PIB ; effectifs des filiales étrangères rapportées au total de la main-d'oeuvre), donne un score de 13 points à la France, contre 2 au Japon, 8 aux Etats-Unis, 14 à l'Allemagne et 17 au Royaume-Uni, et une moyenne pondérée de 12 pour l'ensemble des pays développés.

**Doc 4 : Investissements directs à l'étranger: - 20 % en 2008.** Source : Alternatives Economiques - n°277 - Février 2009

Les investissements directs à l'étranger se sont élevés à 1 449,1 milliards de dollars en 2008, selon les premières estimations de la Cnuced. Une baisse de plus de 20% en un an, due notamment à la moindre disponibilité des financements et à la période d'incertitude ouverte par la crise. Les Etats-Unis (- 5,5%) ont été moins touchés que l'Italie (- 94,3%), le Royaume-Uni (-51,1%) ou la France (- 27,6%).

**Doc 5 : Evolution des IDE et de la production internationalisée.** Source : CNUCED, rapport sur l'investissement mondial 2008.



Indicateur	Valeur en prix courants (en milliards de dollars)				Taux de croissance annuel (en pourcentage)						
	1982	1990	2006	2007	1986-1990	1991-1995	1996-2000	2004	2005	2006	2007
Entrées d'IED	58	207	1 411	1 833	23,6	22,1	39,9	27,9	33,6	47,2	29,9
Sorties d'IED	27	239	1 323	1 997	25,9	16,5	36,1	63,5	-4,3	50,2	50,9
Stock intérieur d'IED	789	1 941	12 470	15 211	15,1	8,6	16,1	17,3	6,2	22,5	22,0
Stock extérieur d'IED	579	1 785	12 756	15 602	18,1	10,6	17,2	16,4	3,9	20,4	22,3
Revenu de l'investissement direct intérieur	44	74	950	1 128	10,2	35,3	13,1	31,3	31,1	24,3	18,7
Revenu de l'investissement direct extérieur	46	120	1 038	1 220	18,7	20,2	10,2	42,4	27,4	17,1	17,5
Fusions-acquisitions internationales	..	200	1 118	1 637	26,6	19,5	51,5	37,6	64,2	20,3	46,4
Chiffre d'affaires des filiales étrangères	2 741	6 126	25 844	31 197	19,3	8,8	8,4	15,0	1,8	22,2	20,7
Produit brut des filiales étrangères	676	1 501	5 049	6 029	17,0	6,7	7,3	15,9	5,9	21,2	19,4
Total des actifs des filiales étrangères	2 206	6 036	55 818	68 716	17,7	13,7	19,3	-1,0	20,6	18,6	23,1
Exportations des filiales étrangères	688	1 523	4 950	5 714	21,7	8,4	3,9	21,2	12,8	15,2	15,4
Effectifs des filiales étrangères (en milliers)	21 524	25 103	70 003	81 615	5,3	5,5	11,5	3,7	4,9	21,6	16,6
<i>Pour mémoire:</i>											
PIB (en prix courants)	12 083	22 163	48 925	54 568	9,4	5,9	1,3	12,6	8,3	8,3	11,5
Formation brute de capital fixe	2 798	5 102	10 922	12 356	10,0	5,4	1,1	15,2	12,5	10,9	13,1
Droits et redevances	9	29	142	164	21,1	14,6	8,1	23,7	10,6	10,5	15,4
Exportations de biens et de services non facteurs	2 395	4 417	14 848	17 138	11,6	7,9	3,8	21,2	12,8	15,2	15,4

**Doc 6 : Investissements directs À l'Étranger : baisse de 10% en 2008, selon la Cnuced.** Source : Finances le 30 septembre 2008 par Jean Philippe Payet

Après une année record en 2007, les flux mondiaux des investissements directs à l'étranger (IED) vont baisser de 10% cette année, selon la Conférence des Nations unies pour le commerce et le développement (Cnuced). Au premier rang des responsables, « les effets cumulatifs de la crise » et de la « baisse de l'économie », a indiqué le secrétaire général de la Cnuced, Supachai Panitchpakdi, commentant le rapport sur l'investissement dans le monde en 2008, paru le mercredi 24 septembre.

Alors qu'en 2007, les flux avaient atteint leur plus fort niveau à 1 833 milliards de dollars, la Cnuced table sur 1 600 milliards de dollars cette année. L'an dernier, les Etats-Unis restaient le principal pays de destination et d'origine des IED. Bonne performance également des pays en développement, de plus en plus prisés par les IED avec 253 milliards en 2007, essentiellement en raison de l'expansion à l'étranger des sociétés transnationales asiatiques.

Le Brésil et le Russie, très attractifs

Autre trait saillant du rapport, cinq destinations seront étudiées de très près par les multinationales des pays développés pour leurs futurs investissements : les Etats-Unis toujours,

mais aussi le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine. Selon la Cnuced, le Brésil et la Russie ont fortement augmenté leur attractivité par rapport à l'an dernier. Par ailleurs, le pourcentage de sociétés prévoyant d'augmenter leurs IED a fortement diminué par rapport à 2007.

Selon une enquête menée sur 226 grandes sociétés transnationales, la Cnuced a conclu que la tendance à la modération des IED des entreprises est due à l'accroissement de la part de la production, de l'emploi et des ventes à l'étranger. Cette tendance à l'internationalisation concerne toutes les fonctions de l'entreprise, y compris la recherche et développement, et la prise de décision qui jusqu'ici avaient eu tendance à rester dans le pays d'origine.

La valeur ajoutée des filiales étrangères dans le monde continue néanmoins d'augmenter. Elle est estimée à 11% du PIB mondial, soit une hausse de 21% par rapport à 2006. Les plus importantes sociétés transnationales non financières du monde restent les entreprises actives dans les secteurs manufacturier et pétrolier, telles que General Electric, British Petroleum, Shell, Toyota et Ford Motor.

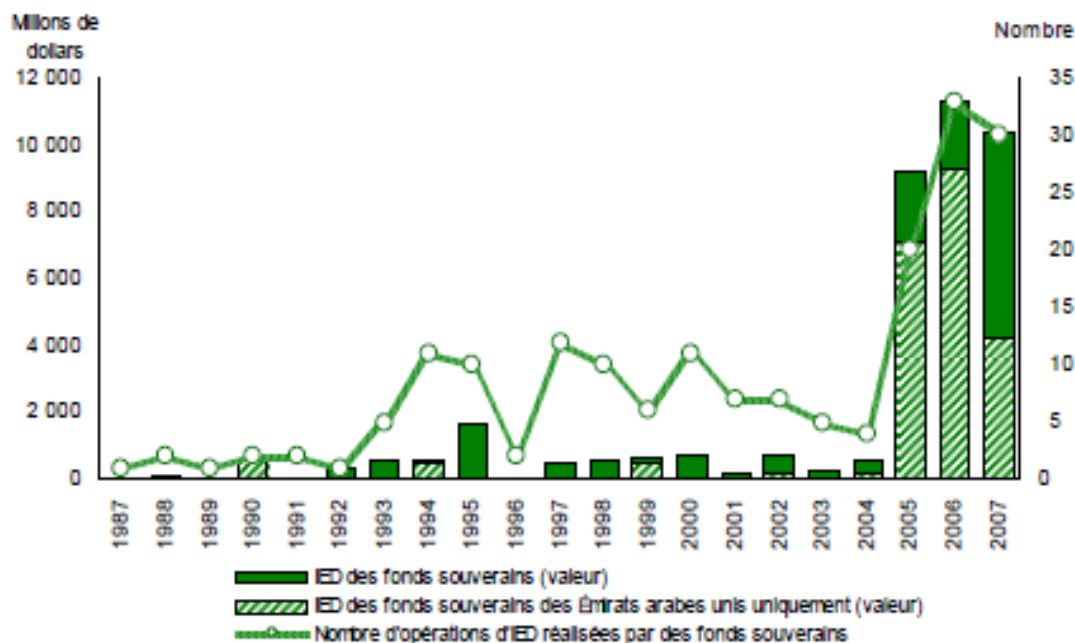
**Doc 7 : Fonds souverains et IDE.** Source : CNUCED, rapport sur l'investissement mondial 2008.

Une nouvelle tendance de l'IED mondial est l'importance croissante des fonds souverains en tant qu'investisseurs directs. Bénéficiant de l'accumulation rapide de réserves constituées au cours des dernières années, ces fonds (qui gèrent 5 000 milliards de dollars d'actifs) ont une tolérance au risque plus élevée et des rendements escomptés supérieurs à ceux des réserves publiques traditionnelles gérées par les autorités monétaires. Bien que leur création remonte aux années 50, ce n'est qu'au cours des dernières années que ces fonds ont attiré l'attention sur la scène mondiale, après avoir participé à des fusions-acquisitions internationales de grande envergure et injecté des capitaux importants dans des établissements financiers en difficulté de pays développés. Si le montant des IED des fonds souverains reste relativement modeste, il n'a cessé de croître au cours des dernières années. En 2007, seul 0,2 % du total des actifs gérés par ces fonds prenait la forme d'IED.

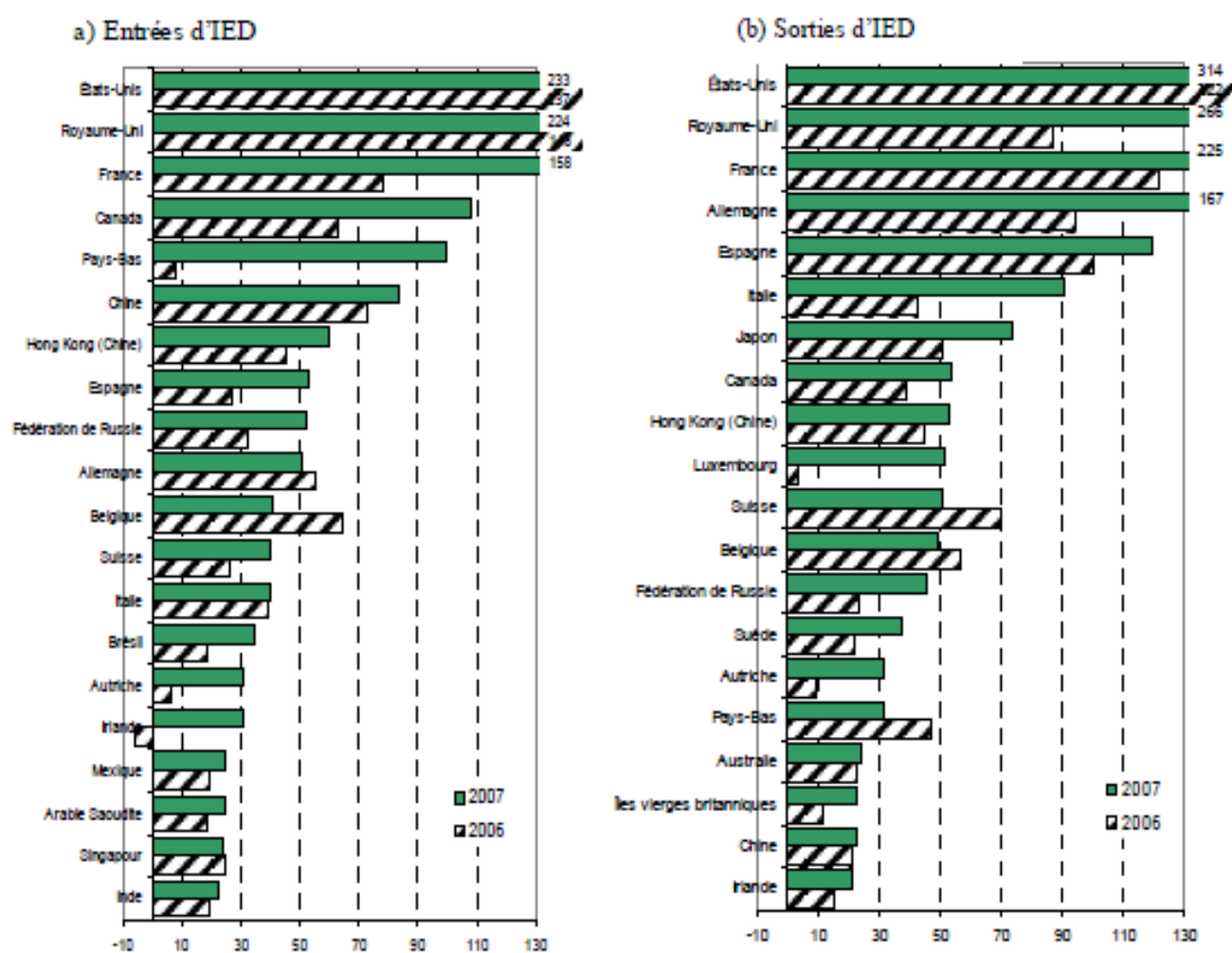
Néanmoins, sur les 39 milliards d'investissements réalisés à l'étranger par les fonds souverains au cours des vingt dernières années, 31 milliards ont été investis au cours des trois dernières années. Ces activités récentes ont été favorisées par l'accumulation rapide de réserves provenant des excédents de la balance commerciale, par l'évolution des éléments fondamentaux de l'économie mondiale et par de nouvelles possibilités d'investissement dans des sociétés financières structurellement affaiblies.

Près de 75 % des IED des fonds souverains ont été réalisés dans les pays développés, les investissements en Afrique et en Amérique latine étant jusqu'à présent très modestes. Ces investissements se sont concentrés dans les services, principalement les services aux entreprises.

**Figure 2. Flux d'IED<sup>a</sup> provenant de fonds souverains, 1987-2007**



Doc 8 : Entrées et sorties d'IDE par pays 2006 et 2007. Source : CNUCED, rapport sur l'investissement mondial 2008.



### III) Les différents mouvements de capitaux

#### Doc 9 : Cinq types de marchés financiers

##### **1. La Bourse**

La Bourse est le lieu où se financent les entreprises en émettant, sur le marché primaire, des actions et des obligations dont la valeur fluctue et qui sont achetées puis revendues à souhait sur le marché secondaire par toute une série d'opérateurs financiers.

L'action est un titre de propriété détenu par un actionnaire qui possède ainsi une partie du capital de l'entreprise et en est donc co-proprétaire.

L'obligation est un titre de créance qui correspond à un emprunt à long terme émis par une entreprise ou un Etat

La Bourse rassemble dans un même lieu ceux qui cherchent de capitaux pour leurs investissements (les entreprises et les Etats) et ceux qui cherchent de placements rémunérateurs.

Sur le marché boursier se retrouvent les entreprises, les Etats, les fonds d'investissement collectif, les fonds de pension, les fonds spéculatifs (hedge funds), les épargnants. Tous ces acteurs interagissent en émettant, achetant et revendant des actions et des obligations dans le but de se financer ou de faire du profit.

##### **2. Le marché des changes**

Le marché des changes est l'endroit où s'échangent les devises, c'est-à-dire les différentes monnaies des différents pays. Ils fonctionnent 24 heures sur 24. La valeur d'une monnaie est appelée taux de change. 80% des opérations de change sont des achats-ventes opérés en moins d'une semaine.

Les acteurs principaux sur le marché des changes sont les banques et les investisseurs institutionnels (les fonds de pension, les fonds spéculatifs ou les fonds d'investisseurs collectifs). Il y a également les gouvernements (via leur banque centrale) et les entreprises (via leur trésorerie).

La valeur des différentes monnaies sur le marché des changes est déterminée par le résultat des achats et des ventes de monnaies par les opérateurs financiers rivaux derrière les écrans informatiques des salles de marché.

Le volume moyen des transactions quotidiennes atteint aujourd'hui, plus de 3000 milliards de dollars. C'est environ trois cents fois plus que le montant quotidien d'échange de biens et services. Moins de 10% de ces transactions monétaires correspondent à des règlements commerciaux ou servent de véhicule pour des transferts de capitaux destinés à des investissements productifs. En d'autres termes, plus de 90% de ces transactions servent à des opérations d'arbitrage sur les monnaies (opérations monétaires d'achat suivies de revente).

##### **3. Le marché monétaire**

Le marché monétaire est l'endroit abritant l'offre et la demande monnaie nationale. Le rôle du marché monétaire est de permettre la gestion de la masse monétaire, c'est-à-dire la quantité d'argent en circulation dans l'économie d'un pays, et a fortiori de l'évolution du crédit, c'est-à-dire de l'argent disponible pour financer les investissements.

Sur ce marché, interviennent deux acteurs principaux : la Banque centrale du pays et les banques et établissements de crédit qui ont pour mission de prêter l'argent nécessaire aux investissements des entreprises, surtout les PME (car les entreprises plus importantes se financent majoritairement à la Bourse). Le rôle de la Banque centrale d'un pays (ou la Banque centrale européenne) est de stabiliser la masse monétaire pour éviter tout dérapage vers une crise inflationniste ou déflationniste.

##### **4. Le marché des matières premières**

Le marché des matières premières est l'endroit où se rencontrent l'offre et la demande des surplus de production nationale. On y trouve des produits aussi divers que le cacao, le coton, le blé, la banane, le thé, le textile, l'or, le pétrole ou le diamant, que l'on rassemble en économie sous le nom générique de matières premières.

Le marché des matières premières comptabilise l'ensemble des ordres d'achat et de vente des différents produits et en fixe les prix dans les marchés spécialisés, dont les principaux se trouvent à Chicago, Londres, New York.

##### **5. Le marché à terme des produits dérivés**

Un marché à terme est un marché où les conditions d'une transaction future sont négociées aujourd'hui et un produit dérivé est un produit financier permettant de négocier la transaction à terme d'un actif

sous-jacent duquel " dérive " la négociation. L'actif sous-jacent d'un produit peut être n'importe quel actif : action, obligation, devise, matière première, etc. Les produits dérivés permettent à un opérateur financier de se couvrir contre les aléas futurs en transférant un risque sur un autre intervenant.

**Doc 10 : Organisation des marchés financiers.** Source : [www.cambiste.info](http://www.cambiste.info)

Evolution : Lorsque l'homme de Neanderthal a échangé sa peau d'ours... Comment ? ça fait remonter un peu loin? Bon, d'accord. On va essayer de faire plus court.

Depuis une trentaine d'années, **les marchés de capitaux ont connu de profonds changements** qui ont eu pour origine d'importants déséquilibres économiques (choc pétrolier entre autres) et un endettement excessif des pays en voie de développement.

### **Mondialisation**

Les différents intervenants sont perpétuellement en quête de financements ou de placements bénéficiant de conditions optimales.

Ils ont donc tout naturellement cherché à étendre leurs activités au niveau international.

### **Dérèglementation**

La mondialisation évoquée ci-dessus a entraîné la réduction progressive des obstacles entravant la libre circulation des capitaux dans le monde.

Dans certains pays, ces contraintes ont tout simplement disparu. C'est notamment ce qui s'est passé en France avec la suppression du contrôle des changes.

### **Globalisation**

Tous ces bouleversements ont contraint les autorités monétaires de différents pays à réorganiser leur marché financier en le décloisonnant pour tendre vers un marché unifié couvrant toutes les échéances, du jour le jour au très long terme et utilisant tous les instruments mis à disposition des opérateurs (**futures**, **options**, **swaps de taux**, etc.).

Tout le monde s'accorde pour dire que cette mutation a commencé aux Etats-Unis dans les années 1970 notamment à cause d'un important déficit budgétaire.

L'abolition de certaines contraintes et la création de nouveaux produits ont eu pour effet de pousser plusieurs pays industrialisés à **libéraliser** leurs marchés financiers. On a parlé alors de **dérèglementation**.

La France a elle aussi connue cette période mais plus tard que d'autres (après notamment, le Japon et l'Angleterre).

Conscient de son retard qui le mettait à l'écart des autres grandes places financières, Paris a réagit afin de remplacer une certaine rigidité et un encadrement strict par la simple loi du marché et de la concurrence.

**Doc 11 : le Marché des changes.** Source : [www.cambiste.info](http://www.cambiste.info)

Comme tout autre marché, le marché des changes a sa propre organisation et dispose de caractéristiques bien particulière.

### **Présentation**

**Plus de 3 000 milliard de Dollars**, c'est le montant **quotidien** échangé sur ce marché, tous produits confondus, c'est à dire aussi bien pour le change classique que pour les produits dérivés (source : Banque des Règlements Internationaux - <http://www.bis.org/> - **chiffres d'avril 2004**).

Pour situer ce volume, signalons que le **montant annuel** des échanges de biens et services est de **4 300 milliards de Dollars**.

Comme son nom l'indique presque, **le marché des changes est le lieu de confrontation des offres et des demandes (achats/ventes) de devises, c'est à dire des moyens de paiement des différents pays.**

Comme sur tout marché, la rencontre de l'offre et de la demande des différentes monnaies permet de fixer le prix d'une des devises par rapport à l'autre, c'est à dire son **cours de change**.

Ce marché comprend le **change comptant** mais également le **change à terme** (sous différentes formes) et implique donc un accès aux opérations de « **trésorerie** » (prêt / emprunt) en devise ou en monnaie nationale. Monnaie nationale qui d'ailleurs est de plus en plus considérée comme une devise à peine particulière.

Cette définition peut encore sembler limitative. En effet depuis plusieurs années se sont développés des marchés dit d'instruments (ou produits) dérivés.

Ces marchés dont la croissance est spectaculaire ont été créés et se sont développés pour répondre aux besoins des opérateurs de se prémunir contre l'incertitude liée aux évolutions monétaires et financières : **swap de change**, **swap de taux**, **options**, **futures**, etc..

En effet, suite à la libéralisation et la globalisation financière, la circulation des capitaux s'est trouvée facilitée et les marchés se sont ouverts à la concurrence.

Les mouvements de capitaux obéissent désormais à leur propre logique sans que celle ci soit forcément au diapason de l'économie réelle.

Qui plus est, les marchés dérivés constituent sans doute eux-mêmes un facteur aggravant d'instabilité dans la mesure où les effets de levier important encouragent les activités de spéculation pure.

### **Raison d'être**

**A quoi sert le marché des change ? La question mérite d'être posée.**

Il faut savoir qu'une monnaie n'a de pouvoir libérateur que dans le pays qui l'émet (hors marché noir ou accords transfrontaliers très localisés).

Pour régler un bien ou un service acquis à l'étranger, il faut donc détenir la monnaie de ce pays.

Et pour détenir la monnaie, que fait une entreprise française désirant régler un créancier en dollars ? Elle se tourne vers son banquier qui lui-même se tourne vers le marché des changes.

Par ailleurs, comme nous le verrons plus loin, d'autres opérations se déroulent sur le marché des changes qui ne constituent pas du change à proprement parler. Elles sont néanmoins classées dans ce marché car libellées en devise.

J'aime assez la comparaison avec Internet. En effet, contrairement à d'autres, **le marché des changes n'est pas un lieu « physique »**.

Comme Internet, le marché des changes « ne se couche jamais » (en dehors des week-end car les **cambistes** ne sont pas des machines, ils doivent « récupérer ») et ne connaît pas les frontières et ce, grâce aux décalages horaires.

[illegible]

Le schéma ci-dessus ne tient pas compte des horaires exceptionnels ou des ajustements heure d'été/heure d'hiver.

## Un marché de gré à gré

- Les échanges se font essentiellement entre banques,
- Il n'y a pas comme sur la bourse de cotation centralisée.

Ceci explique en partie que les prix soient cotés en **spread**, c'est à dire avec un écart entre le cours acheteur et le cours vendeur.

Les échanges sont réalisés par mouvements sur des comptes bancaires. Ces mouvements sont rendus possibles par le fait que les banques d'un pays possèdent un compte dans les banques des autres pays, appelé **compte Nostri**, qui est libellé dans la devise du pays d'accueil.

Les opérations de change sont dites « **change transfert** » par opposition au « **change manuel** » destiné aux transactions sur les billets.

On constate donc que « physiquement » **chaque devise reste dans son pays d'origine** et n'est déplacée que de compte bancaire en compte bancaire (voir les **systèmes de règlement**).

**Doc 12 : Marché des changes : les acteurs.** Source : [www.cambiste.info](http://www.cambiste.info)

Quels sont les principaux intervenants sur le marché des changes ?

- Les Banques Centrales
- Les Banques
- Les entreprises multinationales
- Les investisseurs institutionnels
- Les intermédiaires

### **Les Banques Centrales**

Les Banques Centrales sont amenées à intervenir sur le marché des changes pour mener à bien la politique monétaire : stabiliser les cours, ralentir l'inflation, etc.

Elles peuvent soit intervenir directement mais alors leur action est connue et son efficacité peut en être amoindrie, soit intervenir par l'intermédiaire d'autres banques « commerciales ».

### **Les Banques et autres institutions financières**

Les banques qui interviennent sur le marché des changes le font pour 2 raisons :

- Pour exécuter les ordres de leurs clients.
- Pour leur propre compte en essayant d'anticiper les variations de cours ou de taux.

et accessoirement pour les plus importantes pour déboucler les opérations qui leur ont été confiées par les Banques Centrales.

On trouve dans la catégorie des autres institutions financières, les filiales financières ou bancaires de groupes industriels.

Très souvent ces filiales ont pour mission d'assurer la fonction de banquier pour le groupe. L'exemple le plus souvent cité, mais ce n'est pas le seul, est Renault Finance (à Lausanne).

### **Les entreprises multinationales**

Les entreprises interviennent sur le marché des changes par l'intermédiaire de leur(s) banquier(s).

Les entreprises plus importantes et notamment les multinationales disposent de leurs propres salles de marchés (gestion de trésorerie au niveau groupe, intervention sur les marchés à terme des marchandises, etc.) en fonction de leur activité.



Elles sont néanmoins tenues d'intervenir sur la marché par l'intermédiaire d'un établissement financier ce qui a poussé les plus importantes d'entre elles à créer leur propre « banque » (voir point ci-dessus).

### Les investisseurs institutionnels

Familièrement surnommés les « zinzins », ils sont composés des caisses de retraite, compagnies d'assurance, fonds de pension, Sicav et FCP.

Comme leur nom l'indique, ils sont structurellement prêteurs.

### Les intermédiaires

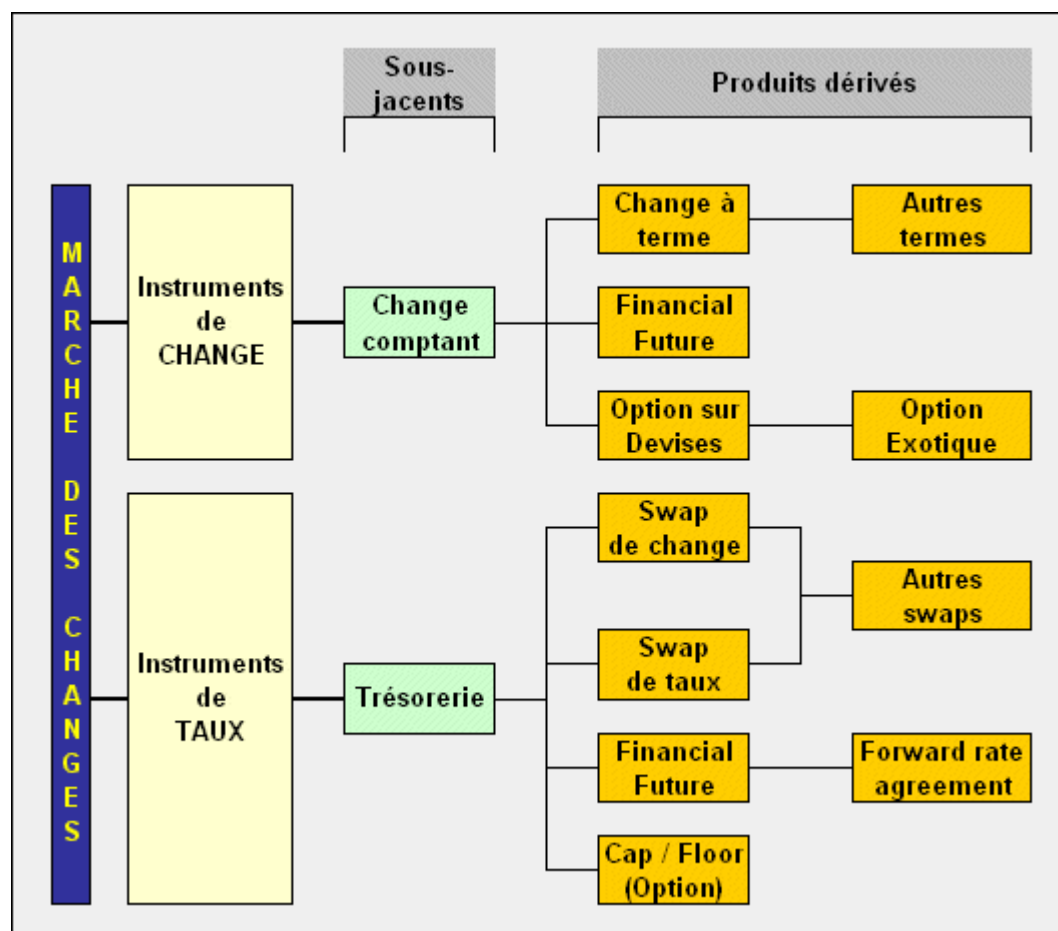
Il s'agit de ceux que l'on appelait autrefois les Courtiers et qui après avoir connu d'autres dénominations (Agent des Marchés Interbancaires) se nomment actuellement Entreprises d'Investissement.

En France, ils ne peuvent se porter contrepartie et interviennent à 2 niveaux :

- Pour diffuser des prix et des informations.
- Pour trouver des contreparties.

Doc 13 : Principaux instruments. Source : [www.cambiste.info](http://www.cambiste.info)

Plutôt qu'un long discours, un schéma aidera, du moins je l'espère, à décrire les principaux instruments traités sur le marché des changes.



## Conversion de monnaies : *change comptant et change à terme*

A partir du moment où les monnaies sont devenues convertibles entre elles, il a été possible de convertir la monnaie nationale en devises étrangères.

Au début, cette opération - **le change** - s'est réalisée sous forme manuelle, c'est à dire que l'on échangeait des billets, des pièces, des chèques). A notre époque cependant, cette forme de change ne représente qu'une partie des opérations.

Lorsque l'opération de change consiste à faire mouvementer des comptes bancaires, on parle de change - transfert -, terme un peu obsolète, et plus couramment de **change comptant**. Les usages du Marché fixent le déboucement (la livraison des devises) d'une opération de change comptant **2 jours ouvrés** après la conclusion de l'opération.

Le **change à terme** est une solution destinée à réduire le risque de change en fixant dès la conclusion de l'opération le cours qui sera appliqué à l'échéance. A l'origine et comme pour beaucoup d'opérations, le change à terme est lié à une transaction commerciale.

Pour mieux cerner les besoins, **prenons un exemple**:

- Une grande entreprise française a vendu au Japon une importante quantité de marchandise pour un montant de 1 million d'euros. Compte tenu des délais de fabrication et de livraison, le règlement interviendra dans 1 an et sera effectué dans la devise du client, c'est à dire le Yen.
- Notre exportateur va donc recevoir dans un an un certain montant en Yen qu'il devra céder au cours du moment.
- Ce cours n'étant pas connu à la mise en place de la transaction, on dit que l'exportateur est en **risque de change**.

En effet, supposons que le cours EUR/JPY à la signature de la transaction soit de 100. La facture sera établie pour **100 millions de Yens qui une fois convertis donneraient bien 1 million d'Euros**.

Si, malheureusement, la parité (le cours) Euro contre Yen monte et qu'elle s'établisse dans un an à 120, **les 100 millions de JPY ne représenteront plus que 833 333 EUR**.

C'est pourquoi notre exportateur a besoin de connaître précisément le cours auquel il pourra céder les Yens qu'il recevra, dans un an, en paiement de ses marchandises.

Sa Banque lui fournira ce cours de change à terme, ce qui lui permettra

1. De s'assurer que les devises reçues donneront bien le montant prévu en devise nationale (et lui assureront donc les marges prévues).
2. D'établir précisément le montant en Yen de la transaction.

Bien entendu, le risque est le même en cas de baisse du cours pour un importateur.

Le change à terme présente des avantages et des inconvénients :

### **Parmi les avantages :**

- Garantie d'un cours figé et garanti d'achat ou de vente à une date donnée,
- Possibilité d'avancer ou de repousser l'échéance.

### **Parmi les inconvénients :**

- Nécessite de connaître l'échéance,
- Ne permet pas de bénéficier d'une évolution favorable des cours.

### ***Autres termes :***

Une des contraintes du change à **terme** est que l'échéance est déterminée dès la conclusion de la transaction.

Les cambistes, qui sont rarement à cours d'imagination, ont donc conçu un produit permettant à une entreprise de déterminer elle-même le moment où elle souhaite bénéficier de la garantie de change. Ce type de contrat dit **Terme à préavis** offre donc souplesse et liberté d'action.

Jusqu'à la date d'échéance et à concurrence du disponible, l'entreprise peut « tirer » sur son contrat.

### ***Les marchés à terme Futures et Financial Futures***

Les marchés à terme existent depuis de nombreuses années sur certaines matières premières (or, café, blé, soja, pommes de terre, etc.). Ces marchés aident les producteurs et/ou importateurs à se protéger d'éventuelles variations contraires à leurs intérêts.

Un contrat à terme (ou Future) est un contrat entre un acheteur et un vendeur qui s'entendent sur un prix pour recevoir et livrer une marchandise à une date future.

Plus tard et pour les mêmes raisons, ces marchés à terme se sont étendus aux marchés financiers.

Au début des années 70, fut créé l'I.M.M. (International Money Market) par le Chicago Mercantile Exchange afin de développer les contrats à terme sur les produits financiers. Un contrat à terme sur l'or fut proposé en 1974, suivit en 1976 par un contrat à terme portant sur les taux des bons du trésor à 3 mois.

Ainsi chacune des grandes places financières propose des prix « Futures » sur différents actifs financiers (bons du Trésor, Certificat de dépôt, Commercial Paper, indices boursiers, contrats d'intérêts).

Chicago propose depuis de nombreuses années un contrat USD 3 mois. En France, un contrat sur le **Pibor** FRF 3 mois a été introduit en 1988, il a été remplacé depuis par un contrat sur l'**Euribor**.

Ces marchés sont très actifs et par voie de conséquence très liquides, ils permettent également d'intervenir avec une faible immobilisation par rapport au physique.

En contrepartie, ces marchés sont réglementés et relativement rigides (voir **pratiques du marché**). Ainsi, les contrats doivent-ils porter sur des montants unitaires (ou des multiples de ce montant), les durées et échéances sont imposées, certaines garanties sont exigées, etc.

Un Financial Future est l'appellation Anglo-Saxonne du contrat à terme sur instrument financier. Il s'agit d'un engagement contracté par 2 contreparties, d'échanger un instrument financier à une date future et à un prix fixé d'avance. Cet engagement est ferme et ne peut être reporté à l'échéance.

Le dénouement peut donc s'effectuer de 2 manières seulement :

- Avant l'échéance, par une opération de sens inverse.
- A l'échéance, par échange monétaire.

Les marchés de Futures sont des marchés dits **organisés**.

**Ils ont pour caractéristiques:**

- De porter sur des marchandises (ou instruments financiers) standardisés en date, montant.
- De bénéficier de la garantie de bonne fin par l'existence d'une chambre de compensation qui se porte légalement contrepartie de toutes les transactions.
- D'être un marché le plus ouvert possible : Banques, investisseurs financiers, compagnies d'assurance, fonds de pensions et de retraites, entreprises, courtiers de Banques, etc.

Il existe différents marchés de « Financial Futures » dont notamment:

- Le **C.B.O.T.** (Chicago Board of Trade) : le plus ancien (1848), spécialisé dans les marchés à terme sur les taux d'intérêt, les indices boursiers, les métaux précieux, les produits agricoles.
- Le **C.M.E.** (Chicago Mercantile Exchange) : 2ème bourse de Chicago (1919), spécialisée à l'origine dans les marchés à terme de produits agricoles et se diversifiant dans les années 1970 vers les produits financiers.
- Le **I.M.M.** (International Money Market) : créé en 1972 à Chicago, spécialisé dans les contrats à terme sur les devises ainsi que les options.
- Le **L.I.F.F.E.** (London International Financial Future and Options Exchange) : créé en 1982, reprend en grande partie les contrats traités par l'I.M.M.
- Le **S.I.M.E.X.** (Singapore International Monetary Exchange) créé en 1984. On y traite des contrats à terme sur devises, indices boursiers et taux d'intérêt.
- Le **M.A.T.I.F.** (Marché à Terme International de France) officiellement ouvert en 1986. On y traite des contrats à terme sur taux d'intérêt, des contrats d'options.

### ***Les options***

Une option représente **le droit mais non l'obligation**, d'acheter (emprunter) ou de vendre (prêter), une quantité déterminée d'un bien à un prix (taux) fixé d'avance. Ce droit peut être exercé pendant une période ou jusqu'à une date convenue appelée **maturité** (on parle aussi tout simplement de **date d'échéance**).

**L'avantage d'une** couverture par **option** sur une opération de change à terme, par exemple, provient du fait que l'acheteur de l'option se garantit un cours (ou un taux) plancher ou plafond tout en pouvant **profiter d'une évolution favorable des cours**.

En ce sens, un option remplit en quelque sorte la même fonction qu'une **assurance**. Elle est donc assortie d'une **prime**. Si l'accident (mouvement défavorable des cours) n'a pas lieu, la prime est perdue. En revanche en cas d'accident, le sinistre est remboursé (possibilité d'achat au prix fixé).

Pour la petite histoire, on date la création du premier marché d'option à l'an 1640 en Hollande où était cotée l'option d'achat des tulipes noires. Ce n'est toutefois que vers les années 1980 qu'ont démarré les marchés d'options « modernes » d'abord sur les valeurs mobilières puis sur le change.

Bien que nous ne nous intéressions qu'aux options de change et de taux, notons qu'il existe des options sur d'autres instruments tels que les actions, les matières premières, les indices, etc.

Il y a les options classique dites « **Vanilla** » (ou Plain-vanilla) et les options « **Exotiques** » (ou de seconde génération). Ce n'est pas en mangeant une glace à la vanille que 2 cambistes ont inventé les options.

- En fait, les plus calés en anglais savent que **Plain** ou **Plain-vanilla** est une expression anglo-saxonne signifiant **basique, sans fioritures**. Il est donc normal d'employer cette expression pour les options standards par opposition aux options exotiques qui sont plus élaborées (les options à barrière, les options à escalier, les options digitales).

**L'acheteur d'une option se garantit un prix** (cours ou taux). En général, il le fixera lui-même en choisissant un prix d'exercice (ou **strike**). L'acheteur n'exercera alors son option que si celle-ci lui permet de réaliser un profit par rapport au prix du marché.

**Le vendeur, lui, sera dans l'obligation de se soumettre à la décision de l'acheteur.**

Mais alors, quel est l'intérêt pour le vendeur ? C'est que le service rendu par le vendeur impose le **paiement d'une prime** à ce dernier par l'acheteur. Le cours garanti tiendra compte de cette prime qui sera ajoutée ou retranchée selon le sens de l'option (call ou put).

- Pour **l'acheteur**, le risque est donc limité au coût de la prime et le gain potentiel illimité.
- Pour **le vendeur**, le gain maximum correspond à la prime alors que la perte est en théorie illimitée.

Exemple pour une option de change :

- Option de vente d'EUR/USD.
- Montant : 10 000 000,00.
- échéance : 30/06/1999.
- Prix d'exercice (**strike**) : 1,1725 (1 EUR = 1,1725 USD).
- Prime (**premium**) : 0,0150 USD par EUR.

L'acheteur de cette option pourra, **s'il le désire**, céder à tout moment jusqu'au 30/06/1999, 10 millions d'EUR contre USD à 1,1725 et ce, quel que soit le cours du moment. Il paie ce droit 0,0150 USD par EUR.

Le **prix effectif garanti** correspond donc au prix d'exercice moins le montant de la prime.

- **Si l'EUR/USD vaut 1,2050 au comptant**, l'acheteur n'aura pas d'intérêt à exercer son droit et préférera vendre directement ses EUR/USD sur le marché. Dans ce cas notre acheteur perd la prime. **L'option est out-of-the-money**.
- **Si l'EUR/USD vaut 1,1725**, l'acheteur peut exercer ou non l'option (dans les 2 cas il perd la prime). **L'option est at-the-money**.
- A partir du moment où l'EUR/USD passe le prix d'exercice, **l'option devient in-the-money**. **L'acheteur réalise alors un gain relatif** (compte tenu de la prime payée).
- Dès que l'EUR/USD dépasse le prix effectif garanti, le prix de vente de 1,1725 lui est garanti par l'exercice de ce droit vis à vis du vendeur de l'option. Pour notre acheteur, **le gain net est positif**.

### *Opérations de trésorerie (dépôts en blanc)*

Entrent dans cette catégorie les opérations de **Prêt/Emprunt** (pour les opérations Interbancaires) ou **Avance/Blocage** (pour les opérations clientèles).

Une opération de trésorerie ne fait intervenir qu'une seule devise.

Un certain montant (le capital) est échangé au départ de l'opération. Un taux d'intérêt (pourcentage) appliqué à ce capital servira à calculer des intérêts. Le capital sera remboursé à l'échéance.

### *Swaps de change*

Le terme Anglo-Saxon **Swap**, signifie échange.

Un **swap de change** est donc une transaction par laquelle 2 contreparties s'échangent des flux financiers (des dettes) de même nature libellés dans 2 devises différentes.

Mettons nous à la place d'un trésorier d'entreprise. Ce dernier doit emprunter du 6 mois USD et prêter du 6 mois EUR, par exemple pour 10 millions d'EUR.

Les données du marché sont les suivantes :

- **Taux USD 6 mois** = 5,375%
- **Taux EUR 6 mois** = 2,5625%
- **Durée du 6 mois** : 185 jours.
- **Cours comptant EUR/USD** : 1,0310.

**Nous allons vendre au comptant** 10 millions d'EUR contre USD à 1,0310. En contrepartie, **nous allons les racheter à 6 mois** à un prix convenu d'avance.

Notre contrepartie va donc nous céder une devise générant un intérêt de 5,375% pour recevoir une monnaie qui ne « paie » que 2,5625% soit un différentiel de 2,8125%.

Notre contrepartie ne sera donc d'accord pour faire cette opération que si ce différentiel se retrouve dans la différence cours à terme - cours comptant, c'est à dire des points de swap.

quel est l'intérêt de faire une couverture par swap plutôt que par dépôt?

- gains potentiels sur le coût de l'opération
- opération hors bilan
- immobilisation moins importante

### *Swaps de taux*

Qui dit swap dit échange de dettes. Le **swap de taux** consiste à échanger 2 dettes de nature différente libellées dans la même devise.

Il est possible d'établir 3 combinaisons selon les types de taux :

1. Taux fixe contre taux fixe.
2. Taux fixe contre taux variable.

### 3. Taux variable contre taux variable

Ces flux sont libellés dans la même devise et calculés d'après un capital appelé montant notionnel. Le **capital n'est jamais échangé**.

Ainsi, on ne parle pas de prêteur ou d'emprunteur mais plutôt de **payeur** ou de **receveur**.

- être **payeur du swap** de taux signifie payer le taux fixe et recevoir le taux flottant, c'est à dire emprunter à un taux fixe et prêter à un taux variable.
- être **receveur du swap** de taux signifie recevoir le taux fixe et payer le taux flottant, c'est à dire prêter à un taux fixe et emprunter à un taux variable.

#### *Les FRA's*

Les **FRA's** (Forward Rate Agreement) ou **Accords de Taux Futurs** en français sont un **instrument de garantie de taux**. Un contrat de ce type n'implique pas la mise en place effective d'une opération de dépôt.

Ne sera échangée que **la différence d'intérêt** entre le taux du contrat et le taux du marché (généralement un taux de référence standard tel que le **Libor**, l'**Euribor**, etc.)

#### *x.I.B.O.R. (x InterBank Offered Rate)*

Taux de prêt interbancaire offert sur le marché des devises, calculé d'après une moyenne de taux proposés par un certain nombre de Banques de chaque grande place financière :

- Londres = **L I B O R**,
- Paris = **P I B O R**, maintenant **EURIBOR**
- Copenhague = **C I B O R**,
- **S**Tockholm = **ST I B O R**,
- Oslo = **O I B O R**,
- Tokyo = **T I B O R**,
- Madrid = **M I B O R**,
- Bruxelles = **B I B O R**.

Les échéances vont de 1 à 12 mois.

#### *Cap et floor*

Bien que n'étant pas à proprement parler des options, les caps et floors sont généralement rangés dans la même catégorie. Ces produits jouent en effet le même rôle, à savoir une garantie de taux plafond (cap) ou plancher (floor). **Ils s'appliquent essentiellement aux opérations de trésorerie.**

- **L'acheteur d'un cap** est assuré que le taux flottant d'un emprunt ne dépassera pas un certain taux (taux plafond).
- **L'acheteur d'un floor** est assuré que le taux flottant d'un prêt ne descendra pas en dessous d'un certain taux (taux plancher).

L'acheteur du cap ou d'un floor doit, comme pour les options, payer une prime.

En contrepartie, le vendeur s'engage à payer à l'acheteur un différentiel de taux entre le prix d'exercice et le taux du marché (en général un taux de référence classique : Libor, Euribor, etc.).

**Doc 14 : Marché des changes : les volumes échangés.** Source : [www.cambiste.info](http://www.cambiste.info)

Quelques chiffres concernant les transactions de change (et produits dérivés).

#### **Volume des échanges mondiaux**

Ces chiffres sont issus de l'enquête triennale entreprise par la **Banque des Règlements Internationaux - B.R.I.** (<http://www.bis.org/>). Cette enquête porte sur les volumes d'activités observés sur le marché des changes pour le mois d'avril.

La dernière étude date de 2004 et a nécessité la participation de 52 Banques Centrales et Autorités Monétaires. **Malgré les montants élevés que vous pouvez observer, ces chiffres représentent pourtant une moyenne des volumes échangés quotidiennement !**

On distingue 2 activités :

- **Le marché des changes « traditionnel »** : comptant, change à terme et swaps de change.
- **Les produits dérivés de change et de taux négociés de gré à gré** : swap de devises, options de change, FRA's, swaps de taux, options de taux.

#### **Volumes échangés sur le marché des changes et produits dérivés** **Moyenne quotidienne sur avril, en milliards de Dollars - Niveau Mondial**

	<b>1995</b>	<b>1998</b>	<b>2001</b>	<b>2004</b>
<b>MARCHE DES CHANGES</b>	<b>1 190</b>	<b>1 490</b>	<b>1 200</b>	<b>1 880</b>
Comptant	494	568	387	621
Terme sec	97	128	131	208
Swap cambistes	546	734	656	944
Divers / Ecart	53	60	26	107
<b>PRODUITS DERIVES</b>	<b>200</b>	<b>375</b>	<b>575</b>	<b>1 220</b>
Swaps de devises	4	10	7	21
Options de change	41	87	60	117
FRA's	66	74	129	233
Swaps de taux	63	155	331	621
Options de taux	21	36	29	171
Divers	5	13	19	57
<b>TOTAL</b>	<b>1 390</b>	<b>1 865</b>	<b>1 785</b>	<b>3 100</b>



**Volumes échangés sur le marché des changes et produits dérivés**  
**Moyenne quotidienne sur avril, en milliards de Dollars - niveau Parisien**

	1995	1998	2001	2004
<b>MARCHE DES CHANGES</b>	<b>58,0</b>	<b>71,9</b>	<b>48,0</b>	<b>64,0</b>
Comptant	25,4	19,2	8,7	13,0
Terme sec	2,2	3,2	1,5	4,6
Swap cambistes	30,4	49,5	37,8	46,5
<b>PRODUITS DERIVES</b>	<b>22,2</b>	<b>45,9</b>	<b>66,8</b>	<b>153,8</b>
<b>CHANGE</b>				
Swaps de devises	0,3	0,8	0,3	1,0
Options de change	achat 1,5	achat 2,2	achat 0,7	achat 0,9
	vente 1,6	vente 2,3	vente 0,7	vente 0,7
<b>TAUX</b>				
FRA's	5,0	4,6	6,7	28,6
Swaps de taux	12,5	32,5	55,8	117,8
Options de taux	achat 0,6	achat 1,7	achat 1,3	achat 2,6
	vente 0,7	vente 1,8	vente 1,3	vente 2,2
<b>TOTAL</b>	<b>80,2</b>	<b>117,8</b>	<b>114,8</b>	<b>217,8</b>

**IV Les différents types de fonds d'investissement:**

Doc 15 : Les principaux fonds de pension. Source : Intersec Research Corporation

<b>Les fonds de pension en 2000</b>				
	Actifs des FP en Md\$	Actifs/ habitant en \$	Plus grand fonds public	Plus grand fonds privé
États- Unis	8 078	29 000	TIAA-CREF*	General Motors
Japon	1 926	14 000	Local Gouvernement	Nippon Telephone
Royaume- Uni	1 261	21 000	Electricity Supply Group	British Telecom
Canada	607	20 000	Ontario Teachers'	Canadian National
Suisse	501	69 000	Canton de Zurich	CIBA-Geigy
Pays-Bas	440	27 000	ABP	Philips
Australie	242	13 000	NSW State	Telstra Super
Allemagne	199	2 000	nd -	Siemens

*\* Tout en restant le plus grand fonds de pension et en continuant à servir les retraites des enseignants américains, Tiaa-Cref a choisi depuis 1997 d'entrer dans le secteur des mutual funds.*

Source : Intersec Research Corporation, Pension & Investments. Tableau construit sur la base de projections publiées en 1997.

**Doc 16 : Les fonds de pension. Vers un nouveau capitalisme ?** Source : Pierre Noël Giraud, CERNA, Centre d'économie industrielle, Ecole Nationale Supérieure des Mines de Paris, Revue Etudes, Tome 394, n° 2, Février 2001, extrait, remanié, d'un livre de l'auteur, aux Editions du Seuil : « Le Commerce des Promesses. Petit Traité sur la Finance Moderne ».

### **Montée en puissance des fonds de pension**

Affaire Alcatel(1), affaire Michelin(2), avenir des retraites : en France les fonds de pension ont été et restent sur la sellette. Pour certains, ce sont eux qui partout imposent désormais la loi implacable et destructrice du profit maximum. D'autres y voient cependant, paradoxalement, un espoir de socialisation du capital. A leurs yeux, les fonds de pension et, plus généralement, les gestionnaires des autres formes d'épargne salariale seraient la seule voie moderne d'une maîtrise retrouvée des rapports entre capital et travail, la voie étatique étant désormais barrée par la globalisation.

Examinons donc, d'abord, ce que sont ces fonds de pension et d'où vient leur montée en puissance.

Les fonds de pension et les autres investisseurs institutionnels sont devenus des acteurs majeurs de la finance de marché globale. Leur montée en puissance est d'abord le résultat d'un phénomène démographique. La génération nombreuse du « baby boom » des pays riches est arrivée à l'âge (40-60 ans) où les ménages épargnent, particulièrement les ménages aisés. Ces ménages étant déjà majoritairement propriétaires de leur logement, qu'ils ont acquis dans la période antérieure ou reçu par héritage, leur épargne est très largement financière. Dans les pays où les systèmes de retraite par capitalisation jouent un rôle important, tels les Etats-Unis(3), une partie de cette épargne est destinée à financer la retraite. Elle est gérée par les fonds de pension.

Comme la génération du « baby boom » est plus nombreuse que la précédente, les fonds de pension reçoivent actuellement en cotisations plus qu'ils ne versent en retraites. Ils placent l'excédent en titres.

...

Les avocats de l'introduction progressive de fonds de pension dans le système français de retraite font valoir quatre types d'arguments : ils stimuleraient l'épargne financière ; ils permettraient à notre système de retraite de mieux amortir le choc démographique que vont subir tous les pays riches ; la retraite par répartition serait structurellement moins « rentable » que la retraite par capitalisation (il faut cotiser plus pour obtenir la même retraite) ; enfin, en investissant dans des entreprises « françaises », les fonds « français » réduiraient la place qu'occupent actuellement dans leur capital des fonds anglo-saxons.

...

Reste à savoir si la présence importante des fonds anglo-saxons dans le capital des entreprises cotées à la Bourse de Paris est dangereuse, et en quoi consiste ce danger. ...

Notes :

(1) En septembre 1998 la société Alcatel annonce des résultats en recul par rapport à ses prévisions. Mais surtout, elle est accusée par des fonds de pension anglo-saxons présents dans son capital d'avoir dissimulé aux actionnaires des informations qui auraient pu leur permettre de mieux anticiper ces résultats. Des ventes importantes par les fonds américains font chuter le cours de l'action de 38 %. Le grand public découvre à cette occasion que 40 % environ du capital des plus grandes sociétés « françaises » sont aux mains d'investisseurs étrangers, au premier rang desquels on trouve les fonds de pension anglo-saxons.

(2) En septembre 1999, Michelin annonce simultanément une hausse de 17 % de ses profits

semestriels et un plan de réduction d'emplois en Europe (7500 postes en trois ans, soit 10 % des salariés). L'action Michelin bondit de 12 % en une séance. Selon certains analystes, la seule annonce des bons résultats justifiait une hausse de 6 % seulement. L'annonce simultanée du plan de réduction d'effectifs, en portant la hausse à 12 % a donc fait gagner aux actionnaires 2 milliards de francs de plus-value potentielle. L'indignation est générale devant une telle soumission des directions d'entreprises au nouveau credo : maximiser par tous les moyens la « valeur de l'entreprise pour les actionnaires ». Bien que ne détenant que 20 % du capital de Michelin, les fonds de pension sont accusés, car ce sont eux les apôtres du nouveau credo.

### **Le Contrôle des entreprises change de mains**

Après la guerre, dans les pays riches, avec la dilution de la propriété familiale dans les grandes entreprises produites par les augmentations de capital auprès du grand public ou des banques, on a pu soutenir que la propriété des entreprises était passée aux dirigeants. C'est la thèse qu'avaient défendue, dès les années 30, Bearle et Means. Les dirigeants-propriétaires restaient, néanmoins « sous le contrôle » des actionnaires.

On a distingué deux modalités d'exercice de ce droit de contrôle, sous les noms de « capitalisme anglo-saxon » et de « capitalisme rhénan »(1). Dans le capitalisme anglo-saxon, l'actionnariat est très diffus. C'est à la Bourse que s'exerce le contrôle sur les « dirigeants propriétaires ». Il prend la forme de sanctions *a posteriori*. Si les actionnaires ne sont pas satisfaits des résultats du dirigeant, en termes de dividendes distribués ou d'évolution des cours des actions, ils « votent avec leurs pieds » en vendant les actions. Le cours de l'action baisse, et le dirigeant est alors à la merci d'un raider, qui lève des fonds sur le marché des obligations ou obtient des crédits bancaires pour lancer une OPA inamicale. Si l'OPA réussit, le dirigeant est renvoyé, l'entreprise en général dépecée et revendue par lots à d'autres dirigeants propriétaires. Dans le capitalisme rhénan (dont les représentants classiques sont l'Allemagne et le Japon), le dirigeant propriétaire est à l'abri de ce genre de désagréable épisode. Un petit nombre d'actionnaires sont, en effet, regroupés et disposent d'une part suffisante du capital social pour obtenir la majorité des votes dans les assemblées générales d'actionnaires. Ce sont des banques, par ailleurs créancières principales de l'entreprise, ou d'autres entreprises. Le dirigeant est alors sous le contrôle de ses pairs, des dirigeants propriétaires de banques et d'entreprises. Ceux-ci lui laissent une très large liberté de manœuvre (ce qui en fait lui-même un propriétaire), sous réserve de réciprocité, et tant qu'il ne commet pas de fautes jugées graves par ses pairs.

...

En Europe, la thèse encore largement dominante est que la globalisation financière oblige le capitalisme rhénan à évoluer vers le capitalisme anglo-saxon. On le regrette en général, car le premier y est considéré comme plus efficace à long terme – en privilégiant les stratégies de croissance – et plus « social »(2).

C'est se méprendre sur les évolutions en cours. En vérité, l'un comme l'autre ont été profondément transformés par l'émergence des investisseurs institutionnels et de la finance globale. Je soutiendrai, en effet, que les institutionnels sont devenus les véritables propriétaires des grandes entreprises cotées. Le contrôle qu'ils exercent désormais sur les dirigeants d'entreprises n'a plus rien à voir ni avec les sanctions brutales qu'exerçait *a posteriori* le couple petit actionnaire/raider du capitalisme anglo-saxon, ni avec le contrôle, également *a posteriori*, qu'exerçait sur ses membres l'oligarchie des dirigeants propriétaires du capitalisme rhénan. Dans un très grand nombre d'entreprises cotées, ce sont eux, désormais, qui détiennent le droit de contrôle résiduel.

Or, les institutionnels, du hedge fund le plus audacieux au gestionnaire de fonds de pension le plus prudent, gèrent l'épargne des millions de ménages aisés de la génération du « baby boom » des pays riches. En tant que tels, ils n'ont qu'un objectif : maximiser le rendement de l'épargne

de leurs mandants, compte tenu du niveau de risque que ceux-ci sont prêts à assumer. Quand les institutionnels investissent en actions, leur objectif est donc d'optimiser le couple rendement/risque de ce type de placement. Le risque d'un placement en actions est la volatilité du prix de l'action. Réduire ce risque, c'est se donner les moyens de prévoir l'évolution des cours. Cela passe par l'information sur ce que font et ce que veulent faire les dirigeants. D'où les codes de « gouvernement d'entreprise », dont l'essentiel est : « informez-nous, soyez transparents, permettez-nous de vérifier ce que vous faites, annoncez et justifiez ce que vous allez faire ». Quant au rendement, c'est simple : l'objectif des dirigeants doit être la maximisation de la valeur de l'entreprise pour ses actionnaires, donc de la rentabilité des fonds propres. L'une des conséquences de ces deux exigences est que les institutionnels interviennent désormais directement sur le périmètre et l'organisation interne de l'entreprise

Reste l'irréductible asymétrie d'information entre actionnaires et dirigeants d'entreprise. Pour la surmonter, le seul moyen est d'intéresser directement les dirigeants à la poursuite de l'objectif de l'actionnaire. La méthode la plus simple, c'est de leur distribuer des « stock option ». Pour la plupart des dirigeants des grandes entreprises, les « stock option » sont aujourd'hui, de loin, la source principale d'enrichissement(3). Leur intérêt économique est donc désormais identique à celui des actionnaires.

Notes :

(1) Cf., par exemple, Michel Albert : « *Capitalisme contre Capitalisme* », Seuil, 1991.

(2) Cf., par exemple : Robert Boyer : « D'un capitalisme à l'autre », *Le Monde*, 4 juin 1996. C'est aussi la

position de Michel Albert dans « *Capitalisme contre Capitalisme* ».

(3) Une étude de Brian Hall et Jeffrey Liebman, portant sur un échantillon représentatif de PDG américains, montre que, depuis 1980, les salaires + bonus ont été multipliés par 2, et la valeur des « stocks options » par 7. Pour la plupart d'entre eux, les « stocks options » représentent désormais un élément de rémunération plus important que le total salaire + bonus. On ne dispose pas d'étude similaire pour la France. A titre de simple illustration, Claude Bebear, PDG d'Axa, l'un des très rares dirigeants français affichant l'ensemble de ses rémunérations, a reçu en 1998 : 5 MF (3,8 nets) de salaire, 15 MF (11,7 nets) de bonus (lié aux résultats), et disposait de « stock options » dont la plus-value potentielle, fin 1998, était de 607 MF. Ces chiffres ne sont pas directement comparables. Les deux premiers sont des flux et le dernier un stock. Mais supposons que ces rémunérations aient été accumulées sur 10 ans, la plus-value sur « stock options » représente une moyenne de 60 MF par an, soit beaucoup plus que les salaires et bonus.

### **Vers de nouveaux capitalismes ?**

Que la globalisation cause une profonde transformation des capitalismes et qu'on soit encore dans une période de transition, où les traits distinctifs de ces nouveaux capitalismes ne sont pas entièrement dégagés, chacun en conviendra. Le débat porte sur la question : où va-t-on ?

Pour certains – tel, en France, Michel Aglietta –, cet avenir peut déjà être nommé « capitalisme patrimonial »(19). Ils prennent acte des transformations des formes de compétition et des rapports entre actionnaires, dirigeants et salariés. Ils constatent que la grande majorité des salariés, dans la plupart des pays, sont actuellement dans un rapport de forces avec les propriétaires réels des entreprises plus défavorable que ce qu'il était pendant les trois décennies d'après-guerre dans les pays riches. Ils sont généralement de ceux qui pensent que actuellement, les fonds de pension sont largement responsables de ce déséquilibre. Mais ils anticipent, ou du moins ils espèrent une évolution ultérieure plus favorable, du fait que les nouveaux propriétaires des grandes entreprises sont désormais les mandataires de millions de personnes qui, pour l'essentiel, sont aussi des salariés. Au lieu d'être déchirés entre leurs intérêts d'actionnaires et de salariés, ces salariés propriétaires pourraient, à condition d'œuvrer collectivement, sinon réconcilier capital et travail, du moins rééquilibrer les rapports entre eux.

La réponse à long terme à des « affaires Michelin », qui manifestent aux yeux de beaucoup le déséquilibre actuel, serait donc : création de fonds de pension en France où ils n'existent pratiquement pas ; développement de l'épargne salariale investie dans les entreprises ; démocratisation des stock-options (les distribuer plus largement au sein des entreprises) et, plus généralement, des formes de rémunérations des salariés liées aux résultats. Ainsi les salariés d'une entreprise, mais, plus généralement, l'ensemble des salariés-actionnaires, auraient leur mot à dire sur les critères de gestion et pourraient déplacer le point d'équilibre entre les intérêts des share-holders et des stake-holders(20).

Notes :

(19) Michel Aglietta « Le capitalisme de demain ». Note de la Fondation Saint Simon, novembre 1998.

(20) Share-holder signifie actionnaire. Stake-holder est intraduisible simplement : il s'agit de l'ensemble de ceux qui sont « partie prenante » de l'entreprise, directement concernés par ses décisions et acteurs de sa rentabilité et de son développement : les salariés, mais aussi les consommateurs, les sous-traitants.

### Doc 17 : Les fonds spéculatifs ou hedge funds.

Source : <http://www.lafinancetoutous.com/Hedge-funds.html>

Les **hedge funds** sont des fonds d'investissement d'un type particulier. Il n'existe pas de définition légale, précise et formelle du terme. Le terme lui-même est trompeur. La traduction littérale en français est « fonds de couverture », c'est-à-dire se livrant à des placements de protection contre les fluctuations des marchés considérés. Une telle définition devrait les faire pencher du côté des fonds sans risque ; or, au contraire il s'agit de fonds particulièrement risqués, beaucoup plus risqués que les fonds communs de placement (OPCVM) .Pourquoi ?

Ils sont peu ou pas réglementés. A la différence des fonds d'investissement destinés au grand public, une part importante des fonds peut être investie en actifs illiquides ou complexes. Ils utilisent massivement les techniques permettant de spéculer sur l'évolution des marchés, à la baisse comme à la hausse (utilisation massive de produits dérivés, de la vente à découvert et de l'effet de levier). Ils sont peu transparents et souvent implantés dans les paradis fiscaux.

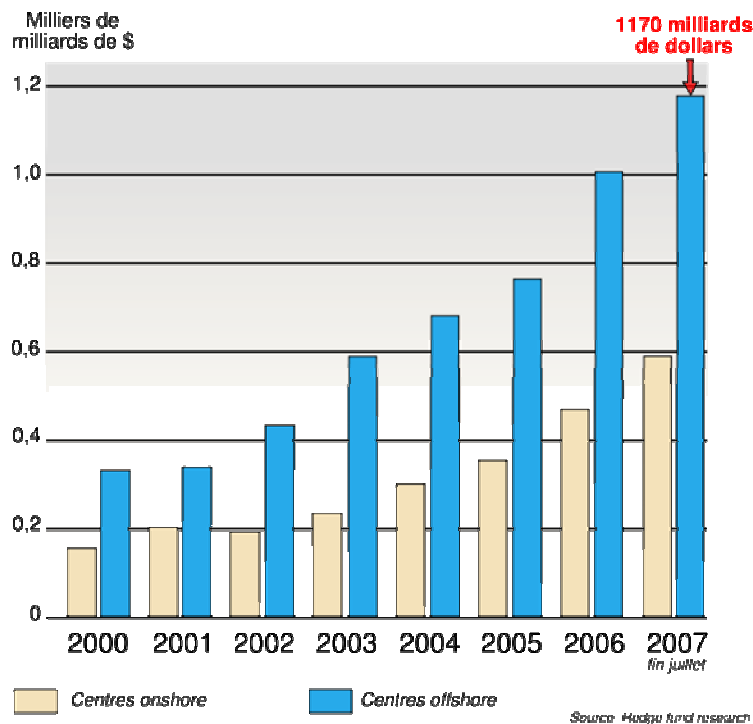
Leurs gérants y investissent une part de leur patrimoine et prélèvent des commissions très importantes en fonction de la surperformance du fonds. Cela les incite à faire prendre aux fonds des risques de marché importants.

En général, les investisseurs ayant déposé de l'argent sur ces fonds, ne peuvent réduire leur participation à tout moment mais seulement à certaines périodes prédéterminées.

Au cours des dix dernières années, les hedge funds ont enregistré une croissance rapide. On estime qu'aujourd'hui près de 10 000 fonds sont opérationnels dans le monde et qu'ils gèrent 1 426 milliards de dollars d'actifs, soit plus de 700 % de plus qu'en 1995 !

Les hedge funds représentent aujourd'hui une part significative des transactions sur de nombreux marchés. Autrefois petits groupes d'entrepreneurs, ils sont aujourd'hui, le plus souvent, de grandes institutions financières qui emploient des centaines de personnes.

Doc 18 : Volumes gérés par les hedge funds. Source : Wikipedia, Hedge fund research, in Courrier International n°884 du 11 au 17 octobre 2007, page 59



Doc 19 : Les fonds souverains. Source : Le Monde du 29.04.08 Adrien de Tricornot

### Critiquées pour leur manque de transparence, les cagnottes des Etats émergents renflouent les banques occidentales

La crise financière a mis sur le devant de la scène de discrets acteurs publics venus d'Asie et du Moyen-Orient, les fonds souverains. Ces structures, issues principalement de pays émergents mais aussi de pays développés pétroliers comme la Norvège, font fructifier une partie de leurs réserves de change, qui se sont fortement accrues avec les recettes d'exportations de biens manufacturés et de matières premières. Elles disposent d'un matelas financier estimé entre 2 000 et 3 000 milliards de dollars.

Ces fonds ont massivement participé à la recapitalisation des établissements financiers américains et européens. Ils ont investi au moins 50 milliards de dollars dans les banques occidentales. Les cagnottes publiques de l'Etat de Singapour ont été particulièrement actives : GIC a pris 9,5 % de la banque suisse UBS et 4,1 % de la banque américaine Citigroup tandis que Temasek a acquis 9,4 % de Merrill Lynch. Le fonds chinois CIC a acquis 9,9 % de Morgan Stanley et celui d'Abou Dhabi, 4,9 % dans Citigroup.

A peine conclus, ces accords ont été mis à rude épreuve, certaines banques annonçant d'autres augmentations de capital après avoir enregistré de nouvelles pertes au premier trimestre. Le fonds souverain GIC a néanmoins réaffirmé sa confiance dans les banques UBS et Citigroup. Echaudée, la banque publique chinoise Citic a, à l'inverse, dénoncé un accord passé avec la banque Bear Stearns avant sa quasi-faillite.

D'après Morgan Stanley, les actifs détenus par ces fonds souverains pourraient atteindre 12 000 milliards en 2015. Jusqu'à l'été, leur manque de transparence suscitait la peur que des Etats émergents s'approprient des industries ou des technologies clés des pays occidentaux. « Les fonds dits souverains dérogent aux règles du capitalisme chez eux pour les appliquer ailleurs »,

notait au début juillet 2007 le directeur général de l'Organisation mondiale du commerce (OMC), Pascal Lamy, en prévoyant « des difficultés très sérieuses » et en posant la question de leur régulation, lors des rencontres organisées par le Cercle des économistes en juin. Le Fonds monétaire international (FMI) doit publier d'ici à octobre « une série de pratiques exemplaires concernant les fonds d'investissement souverains », a annoncé le G7 de Washington le 11 avril. En mars, le Trésor américain et les Etats d'Abou Dhabi et de Singapour ont déjà conclu un accord sur un ensemble de principes de gestion de ces fonds.

## V) Paradis fiscaux

**Doc 20 : Le blanchiment progresse en dépit d'une vigilance accrue.** Source : Anne Michel Le Monde du 23.05.06

### **Les réglementations se multiplient mais il manque une réelle ambition politique de la communauté internationale**

C'est la face noire de la finance mondiale, l'encombrant corollaire de la globalisation de l'économie. Avec des flux annuels estimés entre 700 et 1 750 milliards d'euros par le Fonds monétaire international (FMI) - soit entre 2 % et 5 % du PIB mondial -, l'argent sale augmente plus vite que la croissance mondiale. Il menace l'intégrité du système financier international. Selon les experts internationaux, quatre cinquièmes de ces fonds illégalement perçus seraient directement réinvestis dans l'économie. Le solde chercherait à se blanchir dans des placements financiers légaux.

Cette évolution est d'autant plus préoccupante qu'elle intervient dans un contexte de mobilisation apparemment forte des Etats, des autorités de régulation et des acteurs économiques, contre le blanchiment de capitaux. L'attention portée à l'argent sale, qu'il ait pour origine le commerce de la drogue, le proxénétisme, l'esclavage ou le terrorisme, n'a jamais été aussi forte. A ce titre, commencée en 2001, l'affaire Clearstream - du nom de cette société financière créée pour faciliter la livraison et le paiement de titres entre banques, et accusée d'avoir abrité des opérations de blanchiment - a inscrit le sujet dans le débat public.

Par ailleurs, si l'on exclut les centres financiers offshore et autres paradis fiscaux - qui restent de véritables trous noirs en matière de régulation -, ainsi que les pays émergents, peu ou prou régulés, l'environnement législatif mis en place à l'initiative du Groupement d'action financière sur le blanchiment des capitaux (GAFI) - une émanation du G7 - paraît assez contraignant.

### **« Constat accablant »**

Mais, alors, à quels écueils se heurte la lutte contre le blanchiment ? D'abord « à un manque d'ambition politique », affirme Daniel Lebègue, le président de Transparency International en France, une ONG dédiée à la lutte contre la corruption. « On a pensé après les attentats terroristes du 11 septembre 2001 qu'une véritable politique allait se mettre en place sous l'impulsion des Etats-Unis, mais le constat est accablant, analyse-t-il. On continue à ne pas toucher aux centres financiers offshore, dans lesquels banques et grandes entreprises internationales possèdent des comptes. Et rien n'est fait pour améliorer la coopération judiciaire internationale. » « C'est pourtant de la responsabilité des Etats », déplore M. Lebègue.

Ensuite, il y a l'acte de blanchiment lui-même, qui emprunte un circuit de plus en plus long, complexe, et difficile à suivre, dans le but, justement, de perdre toute traçabilité des fonds. Il s'organise généralement en trois temps, explique le cabinet d'avocats Carbonnier, Lamaze & Rasle : « le placement », qui consiste à se débarrasser d'importantes sommes d'argent, d'origine illicite, en numéraire pour les convertir en produits financiers ; puis « l'empilage », qui éloigne les profits illicites de leur origine grâce à des opérations financières en chaîne, souvent réalisées entre plusieurs pays ; et enfin, « l'intégration » des fonds dans l'économie, à l'occasion, par exemple, de l'achat d'un bien immobilier, conférant une apparence licite à des fonds d'origine criminelle.

Sur ce dernier point, sait-on qu'en France les non-résidents ont toute liberté pour régler leurs achats en espèces ? Ils ne sont pas assujettis à la loi qui limite le montant des paiements en espèces pour les citoyens français (1 100 euros pour les commerçants entre eux, et 3 000 euros pour les particuliers). C'est aussi le cas dans plusieurs Etats membres de l'Union européenne, comme l'Allemagne : bijoux, voitures..., autant d'achats qui peuvent se faire en euros sonnants et trébuchants.

La tâche des autorités chargées de traquer le blanchiment se complique à mesure que se complexifient les montages financiers dans un cadre mondialisé. En marge des instruments de blanchiment classiques (jeux d'argent, assurance-vie, transferts d'argent à l'étranger, etc.), apparaissent des moyens plus modernes, ces « caches secrètes, ces circuits plus rapides et ces rendements plus attractifs », que décrit Marie-Christine Dupuis-Danon, ex-conseillère anti-blanchiment à l'ONU dans l'édition 2005 de la Revue d'économie financière.

A côté des nouveaux moyens informatiques et de télécommunications, dont l'Internet, permettant des transferts d'argent rapides, Mme Dupuis-Danon cite « la désintermédiation financière ». Celle-ci permet à un nombre croissant d'acteurs économiques d'accéder directement aux marchés et aux circuits de transit financier pour recycler l'argent sale. Ou la facilité croissante offerte aux entreprises de créer des filiales offshore, « autant de points d'entrée d'argent dont on veut masquer l'origine ».

« Personne n'est à l'abri d'un acte de blanchiment, conclut Marianne Louradour, directrice des réseaux bancaires à la Caisse des dépôts, se référant au « paradoxe de réputation », connu des spécialistes du secteur. « En vertu de ce principe, explique-t-elle, un blanchisseur va chercher à passer par une institution réputée [financière, commerciale, etc.] afin de s'acheter son honorabilité. »



## Dossier 4 : La crise financière

## Plan dossier 4

- I. Lexique
- II. Les problèmes posés par la circulation internationale incontrôlée du capital
- III. Des crises financières en général...
- IV. ... A la crise des subprimes

## LEXIQUE 4

### Arbitrage

d'une manière générale, désigne tout choix entre deux utilisations concurrentes d'une même ressource rare (temps, argent, énergie...). Sur le marché des changes (où l'on cote les cours des différentes monnaies convertibles, deux à deux), la technique de l'arbitrage consiste à tenter de tirer partie d'écarts éventuels de cours entre trois monnaies prises deux à deux ou entre deux monnaies cotées de façon légèrement différentes au même moment entre deux places. Cette technique tend à imposer au même moment un prix unique entre deux devises sur toutes les places et quelle que soit la combinaison d'achat.

### Bulle spéculative

désigne le fait que, sur un marché, les prix de transaction montent bien au-dessus de leur niveau normal. Dans les faits, une bulle spéculative ne peut concerner des biens ou des services, puisque l'augmentation des prix incite normalement les producteurs concernés à augmenter leur offre, ce qui permet de calmer le jeu. En revanche, sur des marchés financiers (où l'on traite des titres), immobiliers (propriétés foncières) ou de changes (monnaies étrangères), la demande peut s'emballer sans que l'offre puisse suivre, provoquant la naissance de telles " bulles ". Cette demande s'emballer lorsque les prix s'élèvent bien au-dessus de ce que justifierait le rendement de ces actifs. S'il en est ainsi, c'est que les acheteurs espèrent revendre les actifs en question plus cher qu'ils ne les ont achetés : c'est l'espoir de plus-value, et non le rendement de l'actif lui-même, qui pousse les acheteurs à acheter, ce qui, du même coup, pousse les prix à la hausse et concrétise la plus-value espérée. Jusqu'à ce qu'un doute saisisse une partie des opérateurs sur la rationalité d'une telle hausse et que, par prudence ou par défiance, les acheteurs se fassent moins nombreux. La bulle spéculative se dégonfle alors brutalement, chacun des acheteurs piégés s'efforçant de revendre avant que les prix n'aient baissé, ce qui engendre justement une baisse forte des prix.

### Chevalier blanc

terme usité en Bourse pour désigner un actionnaire ami qui, dans une bataille boursière menée par un " agresseur " pour prendre le contrôle d'une société contre la volonté de ses dirigeants, prend le parti des dirigeants en question et achète les actions visées par le groupe agresseur en y mettant le prix.

En règle générale, le " chevalier blanc " ne mobilise pas ses ressources simplement par amitié, mais aussi pour prendre le contrôle de la société disputée. Simplement, aux yeux des dirigeants en place, le " chevalier blanc " est jugé plus acceptable que l'agresseur (ce qui signifie que, bien souvent, des négociations ont été menées pour que, en cas de victoire du " chevalier blanc ", ce dernier laisse aux actuels dirigeants quelques strapontins rémunérateurs).

### Effet de richesse

Relation qui s'établit entre la variation d'un stock de richesse sous l'effet de la hausse de la valeur du patrimoine par (exemple celui du patrimoine mobilier des ménages américains dans la décennie 90) et la variation du flux de la consommation.

### Notation

terme désignant l'appréciation portée par une agence spécialisée sur la structure financière d'une société (éventuellement d'une collectivité locale), donc sur ses capacités à honorer ses engagements (dettes) et le risque pris par les créanciers.

Les agences de rating (le terme anglais pour notation) ont pris une place croissante avec la montée de la mondialisation financière. En effet, les prêteurs potentiels ont besoin de connaître avec précision les risques auxquels ils s'exposent en souscrivant les titres de dette émis par telle société ou par telle collectivité territoriale, qu'ils ne connaissent souvent quasiment pas. Pour les emprunteurs, la notation détermine le taux d'intérêt auxquels ils devront émettre leurs titres : plus le risque est élevé, plus le taux d'intérêt proposé doit être également élevé. Les deux principales agences de notation sont Standard & Poor's et Moody's.

### Offre publique d'achat (OPA)

proposition conditionnelle d'achat d'actions d'une société cotée en Bourse effectuée auprès de l'ensemble des détenteurs de ce titre, à un prix déterminé et valable durant une période déterminée (en général trois semaines à un mois).

## Offre publique d'échange (OPE)

offre publique d'achat dans laquelle tout ou partie du paiement est effectué par remise d'actions de la société lançant l'offre.

## Raider

terme anglais désignant l'initiateur d'une offre publique d'achat (OPA) ayant pour mobile de réaliser une plus-value sur la société visée.

Le mécanisme du raid peut prendre deux formes. Dans la première, le raider va jusqu'au bout, et une fois qu'il a acquis la société visée, il la revend par morceaux, afin de faire apparaître les plus-values latentes qu'elle pouvait receler. Par exemple, une société pétrolière dispose de concessions d'exploitation dont la valorisation au bilan est moindre que la valeur marchande. Ou encore, des terrains ou des immeubles sont dans ce cas : la revente " par appartements " permet d'encaisser au total plus d'argent que le raider n'en a dépensé pour réussir son OPA. Mais le raider peut aussi se borner à faire peur, et négocier ensuite l'abandon de son OPA contre une substantielle rémunération, ou le rachat au prix fort des actions déjà acquises. C'est la technique la plus souvent retenue : elle a l'avantage de ne pas mobiliser trop de capitaux et de permettre une plus-value plus rapide. Mais chacun voit bien que cette technique revient à alourdir les charges de la société visée, puisque cette dernière, pour éviter le dépeçage ultérieur, doit consacrer à se défendre et à payer au raider des sommes qu'elle aurait pu investir de façon plus productive. A l'inverse, il est vrai, la crainte d'un raid incite les dirigeants à faire attention à la rentabilité de leur société et à éviter que les cours en Bourse ne baissent ou ne progressent pas.

## Surréaction

réaction excessive des opérateurs sur un marché de changes ou de titres financiers, suite à une hausse ou à une baisse des cours. On parle aussi de " surajustement ".

La surréaction s'explique par des effets mimétiques : lorsqu'un cours baisse, beaucoup d'opérateurs, par prudence, se mettent à vendre, ce qui provoque une baisse encore plus forte des cours, dans une sorte de cercle vicieux qui peut se prolonger, voire déboucher sur un krach (ou une bulle spéculative, lorsque les cours montent) lorsque la surréaction se généralise sur l'ensemble des titres.

## titrisation

La **titrisation** est une technique financière qui consiste classiquement à transférer à des investisseurs des actifs financiers tels que des créances (par exemple des factures émises non soldées, ou des prêts en cours), en transformant ces créances, par le passage à travers une société *ad hoc*, en titres financiers émis sur le marché des capitaux.

Une telle titrisation s'opère en regroupant un portefeuille (c'est-à-dire un lot) de créances de nature similaire (prêts immobiliers, prêts à la consommation, factures mono-thématique, ...) que l'on cède alors à une structure *ad hoc* (société, fonds ou *trust*) qui en finance le prix d'achat en plaçant des titres auprès d'investisseurs. Les titres (obligations, billets de trésorerie, ...) représentent chacun une fraction du portefeuille de créances titrisées et donnent le droit aux investisseurs de recevoir les paiements des créances (par exemple quand les factures sont payées, ou quand les prêts immobiliers versent des mensualités) sous forme d'intérêts et de remboursement de principal.

La titrisation peut également viser à ne transférer aux investisseurs que le risque financier lié aux actifs concernés, auquel cas les actifs ne sont pas vendus, mais le risque ou partie du risque transféré grâce à une titrisation synthétique.

Née aux États-Unis dans les années 1980, la titrisation a connu une expansion importante également en Europe à partir de 2000, tandis que les produits et les structures devenaient de plus en plus complexes. La crise des subprimes survenue en 2007 a provoqué un ralentissement du marché, tandis que les autorités de marché considéraient la question de savoir si la titrisation devrait être mieux encadrée.

## II) Les problèmes posés par la circulation internationale incontrôlée du capital :

**Doc 1 : Le CAC 40 entre des mains étrangères.** Source : François de Witt Question d'argent, jeudi 25 mai 2006.

Le capital des fleurons de la Bourse parisienne est en grande partie détenu par des non-Français. Faut-il s'en inquiéter ?

Près de la moitié du capital des 40 entreprises de l'indice CAC 40 est détenu par des investisseurs étrangers. La part des non-résidents est même passée de 44 à 46% au cours de l'année dernière. Est-ce à dire que les fleurons de la Bourse de Paris ne sont plus français ? Pas le moins du monde tant que leur centre de commandement et donc leurs instances de direction restent sur le sol national. Tous les grands groupes mondiaux non familiaux sont dans la même situation, qu'il s'agisse de Shell, de Nestlé, de Microsoft ou de Toyota. Simplement, quand ces groupes sont américains ou japonais, la simple taille de leur pays d'origine fait que les investisseurs nationaux pèsent le plus lourd dans leur capital. Comme chez nous d'ailleurs : les Européens ont tous ensemble environ 20% du capital du CAC 40, les Américains 15%, les Britanniques 5% et les Français 55% tout de même, y compris les salariés et les familles, quand il y en a, comme chez LVMH ou chez L'Oréal.

La part des investisseurs étrangers représente-t-elle une menace de perte de contrôle comme celle dont a été victime Pechiney ou dont pourrait être victime Arcelor ? Réponse : non, du moins tant qu'un prédateur crédible ne se présente pas. Les capitaux placés par les étrangers dans nos groupes sont des investissements "de portefeuille", c'est-à-dire de simples placements de la part de Sicav, de compagnies d'assurances ou de fonds de pension. Ces capitaux sont d'ailleurs volatils : ils changent souvent de mains. Mais le fait que le monde entier s'intéresse à nos fleurons est plutôt flatteur et rassurant pour les petits porteurs, car il s'agit d'un gage de qualité.

Cela dit, ne nous leurrions pas : si un candidat crédible offre à ces gros investisseurs éparpillés de racheter leurs titres à 30% au-dessus de leurs récents cours de Bourse, ils ne feront pas de sentiment, ils apporteront leurs titres à l'offre, au contraire des actionnaires salariés et familiaux. Ce sont ces actionnaires-là qui défendent le mieux nos places fortes fragiles. Il n'est pas étonnant que le gouvernement favorise leur développement.

**Doc 2: Un fonds souverain à la française.** Source : Le Monde du 04.12.08 Anne Michel

Un fonds d'investissement public, pour aider les entreprises françaises malmenées par la crise et protéger les secteurs économiques stratégiques de raids étrangers. Alors que se précise la récession, et que se multiplient les plans sociaux, le projet de Nicolas Sarkozy était très attendu. Les défenseurs du patriotisme économique y voyaient une réponse à l'omnipotence des fonds souverains des pays émergents, capables de s'offrir les fleurons de l'économie mondiale grâce à d'abondantes réserves de liquidités. Ce nouvel outil d'intervention publique pouvait utilement soutenir une Bourse française déjà très internationalisée, à 47 % entre les mains de non-résidents. Les économistes, même les plus libéraux, admettaient que l'Etat avait un rôle à jouer comme investisseur de long terme dans l'économie, à rebours du marché. Ils se prenaient à rêver à la mise en place d'une politique industrielle commune en Europe.

Même les syndicats se montraient inhabituellement bienveillants envers une initiative susceptible d'éviter des destructions d'emplois et, pourquoi pas, de nouvelles délocalisations. Ce « fonds souverain à la française » pouvait constituer un levier pour le développement

économique. Las. Le Fonds d'investissement stratégique (FSI), dévoilé le 20 novembre par le chef de l'Etat, déçoit. Avec 20 milliards d'euros de dotation, dont seulement 6 milliards de liquidités immédiatement disponibles, ses moyens semblent limités par rapport à la taille de l'économie française. Ils sont très en deçà des enjeux. Même si leur valeur en Bourse a fondu de moitié depuis le début de l'année, les quarante plus grandes entreprises françaises cotées à Paris représentent une capitalisation globale de 727 milliards d'euros !

A titre de comparaison, les fonds souverains des pays émergents, gorgés de pétrodollars, d'excédents budgétaires et de réserves de change, totalisent plusieurs centaines de milliards d'euros de réserves chacun : 875 milliards de dollars pour le fonds des Emirats arabes unis Adia, 391 pour le fonds norvégien GPF, etc. Faute de disposer de ressources comparables, la France compose avec les moyens du bord, et abonde son propre fonds avec de la dette. Les 6 milliards d'euros de « cash » devraient être financés à parts égales par des emprunts de l'Etat et de la Caisse des dépôts. Le fonds lui-même pourra émettre de la dette... Alourdir une dette publique déjà vertigineuse pour investir sur les marchés, quand l'hôpital et l'école manquent cruellement de moyens, voilà qui interpelle sur le bon usage de l'argent public.

Les esprits chagrins reprocheront aussi au fonds sa doctrine d'investissement floue. Une doctrine tout à la fois offensive et défensive : soutenir des entreprises stratégiques et protéger des sociétés d'OPA étrangères hostiles. Une doctrine tout à la fois stratégique et financière : investir dans des secteurs menacés de l'économie et gagner de l'argent. Cet objectif confus risque de rendre difficilement lisibles les interventions du FSI, voire de les exposer à la critique, comme ce fut le cas, en 2007, dans l'affaire EADS. L'Etat avait été soupçonné d'être intervenu pour protéger des intérêts privés. Ne reproche-t-on pas aux fonds souverains émergents une politique opaque, en contravention avec les règles de fonctionnement du marché?

Mais les défauts du FSI ne sont rien en regard des risques qu'il recèle pour la Caisse des dépôts et consignations (CDC). Cette institution publique, placée sous la surveillance du Parlement, se voit confier le contrôle du fonds, dont elle possédera 51 % aux côtés de l'Etat (49 %). Elle consolidera dans ses comptes ses profits, ou ses pertes, et encourt, à ce titre, un gros risque financier.

Ce risque sera fonction des opérations conduites mais il paraît, d'évidence, assez incompatible avec les missions que lui a confiées la loi : protéger l'épargne des Français et financer l'intérêt général. Les missions d'intérêt général dévolues à la CDC - logement social, aménagement du territoire, soutien de l'emploi etc. - sont financées sur ses résultats, grâce à ses métiers et un portefeuille d'actions prudemment géré. Il faut que ceux-ci soient sécurisés pour que le dispositif fonctionne.

### **« SAMU du CAC 40 »**

Les assurances données par un gouvernement affirmant que le FSI « n'a pas vocation à secourir des canards boiteux », ou à « faire de la restructuration » à la façon du Comité interministériel de restructuration industrielle, n'y changent rien. Investisseurs avisés s'il en est, les grands fonds souverains ont laissé des plumes dans la crise. Le fonds norvégien a perdu 17 milliards en Bourse au seul troisième trimestre.

Que se passera-t-il si la CDC perd de l'argent ? Devra-t-elle réduire ses financements d'intérêt général ? Son équilibre économique n'en sera-t-il pas modifié ? Est-il raisonnable de faire emprunter un tel fonds ? Ces questions ont été soulevées par le représentant de la Banque de France à la commission de surveillance de la CDC. Il a mis en garde l'Etat contre le danger de créer un fonds spéculatif public financé par l'endettement. Il n'avait échappé à personne qu'en confiant le pilotage du fonds à la CDC, l'Etat « débudétisait » sa dette.

« La CDC n'a pas été créée pour servir de SAMU au CAC 40 mais pour gérer l'épargne des Français ! », ont pour leur part tempêté des parlementaires siégeant dans cette commission. « Tout le monde va se précipiter au guichet ! », déplore l'un d'eux, qui pour verrouiller son capital, qui pour financer son projet d'innovation. « Attention à ne pas fragiliser l'une des rares institutions financières encore solides dans ce pays !, avertit cet autre, il n'est pas pensable qu'elle accumule des pertes. » Sur ce terrain miné, le FSI devra donc avancer avec la plus grande prudence. Il sera jugé à l'aune de ses actes. Et il devra veiller à ne pas gaspiller l'argent public, à ne pas servir des intérêts privés mais à toujours avoir en tête l'intérêt national et à ne pas céder à la tentation de verrouiller l'économie.

Si le FSI parvient à éviter ces nombreux écueils, en ciblant de grandes entreprises stratégiques ou en finançant les PME, innovantes mais vulnérables, où le retour sur investissement ne peut être escompté avant sept à dix ans - dans la défense, l'aéronautique, la santé, les biotechnologies, etc. -, si le FSI fédère autour de lui des créanciers privés pour financer de grands projets d'investissement, s'il contribue à préserver des emplois dans des secteurs cycliques - l'automobile et sa sous-traitance -, s'il soutient la croissance, alors peut-être pourra-t-il se révéler utile à l'économie.

**Doc 3 : Risques générés par les fonds spéculatifs : la faillite du LTCM.** Source Wikipédia, Extrait de l'article consacré au LTCM.

**Long Term Capital Management** est un hedge fund apparu en 1994 et dont la quasi-faillite en 1998 fit courir un risque majeur au système bancaire international et créa des perturbations importantes sur les marchés financiers.

### **La société**

Son fondateur était John Meriwether, célèbre responsable de l'arbitrage, puis de l'ensemble du trading de taux d'intérêt pour la banque Salomon Brothers, qu'il avait dû quitter peu après une manipulation de marché trop visible de l'un de ses traders. En fondant LTCM, il souhaite reformer "l'arbitrage group" de Salomon, et répliquer ses stratégies. Il débauche la quasi totalité de ses anciennes équipes. L'objectif principal du fond consistait à profiter des opportunités d'arbitrage sur les marchés de taux d'intérêt grâce à une approche purement quantitative et mathématique. Deux futurs lauréats du "prix Nobel d'économie" (Myron Scholes et Robert Merton) déjà consultants chez Salomon, font partie des associés et un vice-président en exercice de la banque centrale américaine, David Mullins, démissionna pour venir les rejoindre. La quasi totalité des grandes banques d'investissements participent au tour de table initial et ceux qui avaient d'abord refusé de participer s'empresseront de le faire lorsque les premiers succès du fond seront avérés. La réputation académique de Scholes et Merton permettra de convaincre les plus réticents. On comptera même la Banque centrale d'Italie parmi les investisseurs du fonds.

La convergence des marchés obligataires de la future zone Euro vers l'union monétaire de janvier 1999 fournit tout d'abord des profits aisés et importants à LTCM grâce à des effets de levier très importants. Le fonds cultive le secret sur ses méthodes et ses positions, mais les traders de LTCM, presque tous passés entre les mains du professeur Robert Merton à l'université, sont considérés comme des génies des mathématiques financières, et leurs modèles semblent pouvoir les faire gagner à tous les coups.

### **La chute**

Néanmoins, en 1998, il est victime de l'avidité et de la démesure de ses dirigeants. Il dispose alors, à l'insu de tous, de positions tout à fait inouïes, inimaginables pour l'époque, qui

représentent plus de 1200 milliards de dollars, soit l'équivalent du PIB de la France au début des années 1990. Après la crise asiatique de 1997, LTCM parie sur un retour à la normale des taux obligataires pour la fin 1998, mais la crise asiatique se propage vers la Russie. A la fin de l'été 1998, le défaut de la Fédération de Russie, lors de la crise financière russe de 1998, provoque un nouveau choc sur les marchés obligataires qui vont à l'exact opposé des anticipations de LTCM qui voit son capital détruit presque instantanément, en quelques jours.

Le 23 septembre 1998, LTCM est au bord de la faillite. Le président de la Banque Fédérale de New-York, William J. McDonough réunit les patrons des grandes banques d'affaires de Wall Street, et de quelques banques européennes, et les oblige à recapitaliser en catastrophe le fond, afin d'éviter ce qu'il perçoit comme un risque d'éclatement du système financier international. Exposées au risque de contrepartie, les principales banques d'investissement dont le fonds était client vont donc reprendre le fond (à l'exception notable de Bear Stearns, qui refuse de participer au tour de table) pour lui laisser le temps de déboucler ses positions. Pendant plusieurs mois, on va assister à des mini-chocs, tel jour sur les marchés obligataires, tel autre jour sur les marchés de changes, à mesure que les positions de LTCM sont dénouées les unes après les autres. La crise systémique a été évitée, mais les marchés financiers mettront quelques mois avant de retrouver leur calme.

**Doc 4 : Fonds spéculatifs contre banques centrales : Georges Soros.** Source : Wikipedia, extrait de l'article consacré à G. Soros.

### **Sa jeunesse**

Soros, né **György Schwartz**, est le fils de l'écrivain espérantiste Tivadar Soros (alias Teodoro Švarc) dont l'œuvre *Maskerado ĉirkaŭ la morto* qui relate ses expériences pendant l'occupation nazie à Budapest a été traduite dans plusieurs langues (anglais, russe, allemand, hongrois et turc). Il est né en Hongrie où il vécut jusqu'en 1946, date à laquelle il fuit l'occupation soviétique en se rendant à un congrès d'esperanto.

Soros émigra au Royaume-Uni en 1947 où il entreprit des études d'économie à la London School of Economics. Il se rendit ensuite aux États-Unis en 1956 pour, selon ses dires, gagner assez d'argent à Wall Street pour devenir écrivain et philosophe. Il travailla à la Bourse de New York en tant que trader et créa son propre fonds d'investissement : le Soros Fund.

### **« L'homme qui fit sauter la banque d'Angleterre »**

En 1992, alors que l'Angleterre s'enfonçait dans une crise économique, il sembla clair à Soros que la situation de la livre sterling était intenable.

La livre sterling à cette période était dans un régime de change lié : le Système Monétaire Européen (SME). Ce système induisait premièrement une valeur presque fixe de la livre (relativement aux autres monnaies européennes), celle-ci, en raison de la crise, était devenue trop élevée; et deuxièmement le niveau des taux d'intérêts, calquant ceux-ci de fait sur ceux de la Bundesbank. Ce système est l'ancêtre de l'Euro. L'Allemagne avait besoin de taux d'intérêts élevés, l'Angleterre de taux faibles. Soros paria sur le fait que la Banque d'Angleterre ne pourrait résister à plus de pression sur sa monnaie et qu'elle serait forcée de sortir la livre du SME. Ceci provoquerait en particulier une chute importante de la valeur de la livre. Aujourd'hui, l'Euro interdit par nature ceci, c'est l'une des raisons qui a appuyé l'idée d'une monnaie unique.



Le 16 septembre 1992 (mercredi noir), Soros vendit à découvert 10 milliards de livres, pariant donc à la baisse sur cette monnaie. Il provoqua, par cette opération, une pression telle sur la livre que la Banque d'Angleterre sortit sa devise du Système Monétaire Européen.

La plus-value qu'en aurait tiré Soros serait d'environ 1,1 milliard de dollars. Il fut surnommé pour cela « l'homme qui fit sauter la Banque d'Angleterre ». Durant la crise financière asiatique de 1997, dans des circonstances similaires, le premier ministre malais de l'époque Mahathir bin Mohamad accusa Soros de spéculer sur le ringgit.

A l'inverse, il se trompa dans d'autres circonstances et reperdit des montants importants dans la spéculation contre d'autres monnaies.

L'homme a ses paradoxes. En quarante ans, George Soros accumule une fortune estimée à 7,2 milliards de dollars en 2004, selon le classement du magazine *Forbes* (24<sup>e</sup> fortune des États-Unis). Il reconnaît pourtant que le système financier actuel est néfaste pour le développement des pays les plus pauvres.

...

### **Doc 5 : Les paradis fiscaux ont été impliqués dans tous les grands scandales.**

Source : Le Monde du 23.05.06 Ronon Palan. Propos recueillis par Marc Roche

Avez-vous été surpris par le fait que Clearstream, accusée d'être l'une des lessiveuses de la finance mondiale, soit au Luxembourg ?

Que des fonds sales aient été recyclés au Luxembourg ne me surprend guère. Le Luxembourg conteste le label de place offshore alors que ce pays est l'un des plus importants paradis fiscaux au monde. Le Grand-Duché compte plus de banques que la Suisse et propose une gamme d'instruments financiers - trusts, comptes anonymes, etc. - permettant de dissimuler des actifs ou l'identité de leurs propriétaires.

Quel est le rôle des paradis fiscaux dans le blanchiment ?

Ils font partie de cette panoplie qui permet de « légaliser » l'argent provenant d'activités illicites. La surveillance des capitaux qui transitent par certaines de ces places offshore est très difficile. Démunis de moyens, les organismes de régulation de ces petits pays ne sont pas à la hauteur de l'enjeu.

Voyez-vous une évolution dans le développement des paradis fiscaux ?

L'explosion du nombre de ces territoires au cours des vingt dernières années a avivé la concurrence qu'ils se livrent. Pour se démarquer, ces places cherchent à se spécialiser. Ainsi, Guernesey s'est lancé dans l'assurance, le Costa Rica dans les casinos sur le Web, les Bermudes dans le commerce en ligne. Parallèlement, sous l'effet des campagnes d'assainissement lancées par le Groupe d'action financière (GAFI) de l'OCDE et par l'Union européenne, certains centres, à l'instar des îles Anglo-Normandes ou de la Suisse, s'interrogent sur l'avenir de leurs activités offshore. Le malheur des uns faisant le bonheur des autres, Singapour en profite pour se développer.

Vous affirmez que les paradis fiscaux tiennent un rôle-clé dans la mondialisation ?

Les paradis fiscaux sont des entités légales créées en vertu du principe de la souveraineté des Etats. Pour les économistes libéraux, ils représentent la quintessence du libre marché. A les écouter, leur existence contraint les places financières traditionnelles à ne pas s'endormir sur leurs lauriers. Cette école de pensée affirme aussi qu'il faut différencier l'évasion fiscale - un délit - de l'optimisation fiscale, qui consiste à minimiser ses impôts, démarche légale voire encouragée dans certains pays comme le Royaume-Uni ou les Etats-Unis. Les paradis fiscaux

jouent aussi un rôle dans la mondialisation. Ils permettent, par exemple, aux investisseurs de pays instables de se protéger des actions de leurs gouvernements. C'est pourquoi les milieux d'affaires chinois utilisent les îles Vierges britanniques pour investir en Chine. Rien d'étonnant, dans ces circonstances, que plus de la moitié des paradis fiscaux soient d'anciennes colonies ou des territoires d'outre-mer britanniques. La protection de la Couronne reste un gage de confiance aux yeux des investisseurs de nations considérées à risques.

Mais l'économie mondiale se porterait mieux en leur absence. Leur tradition de secret et l'absence de réglementation ont permis aux Enron et consorts de cacher leur situation financière. Les paradis fiscaux ont été impliqués dans tous les grands scandales financiers.

Qui profite des paradis fiscaux ?

Les multinationales. Une PME n'a pas les moyens de profiter de ce système qui joue sur la complexité pour ruser avec le fisc. La mondialisation des avantages fiscaux viole les règles du fair-play concurrentiel.

**Doc 6 : Fonds de pension, pièges à cons !** Source : Mediapart 23/09/2008 Par Magnum

« Fonds de pension, pièges à cons ? » c'était la question posée il y a déjà 8 ans par Frédéric Lordon économiste au CNRS (ancien élève de l'Ecole Nationale des Ponts et Chaussées) dans un petit livre très précurseur (*Fonds de pension, pièges à cons ?* aux Editions Raisons d'Agir). Il mérite désormais de troquer son point d'interrogation par une virulente exclamation.

Ce qui va remettre le sujet au goût du jour c'est le coup de canon tiré opportunément par le membre Force Ouvrière du conseil de surveillance du FRR (le Fonds de Réserve des Retraites). Selon La Tribune du mardi 23 septembre le fameux fonds aurait perdu près de 25% de sa valeur depuis le début de l'année (-10% selon un communiqué du FRR qu'il va falloir surveiller de près car elle vient de confier un mandat de gestion sur des actifs de matières premières à Lehman Brothers).

Cette performance n'est pas très étonnante, le CAC 40 est en baisse d'au moins 20% depuis le début de l'année. Les gérants du FRR ne font donc pas mieux que le CAC 40. Diable, aurait-on choisi des mauvais ? Et combien sont-ils payés ? Ce qui est moins rassurant, ce sont les prévisions d'Albert Edwards, stratège monde de la SG qui prédit dans Les Echos du 23 septembre un risque de baisse sur les grands indices de plus de 50% d'ici quelques semestres. Pas de "bol" pour les baby-boomers qui voulaient prendre leur retraite dans les 5 ans. Plus largement la crise financière pose aussi la question du financement des retraites.

### **Mais comment donc garantir et payer les retraites ?**

Il faut relire aujourd'hui ce livre sur les Fonds de Pensions. Les adeptes des réductions de salaire contre le développement de l'épargne salariale vont déchanter face aux défenseurs de l'accumulation financiarisée. Les salariés du CAC 40 vont déprimer. Les salariés des PME privés, eux, de cette richesse virtuelle vont sourire.

Que se passe-t-il si les responsables aveugles de ces fonds de retraites (gestion d'ailleurs déléguée contre de très juteuses commissions) achètent trop chers sans s'en rendre compte en raison de cette fameuse « Super bulle » de crédit ? On pourra citer par exemple le constat suivant:

« Crédit et bulle s'entretiennent mutuellement dès lors que les nouvelles liquidités se déversent sur les marchés actions pour pousser les cours à la hausse, et que, réciproquement, les plus values ainsi créées valident ex post les crédits accordés ». Les prédictions sur les attitudes des banques centrales sont aussi très intéressantes... A relire absolument, au CNRS on trouve des choses intéressantes finalement !

**Doc 7 : Les fonds de pension. Vers un nouveau capitalisme ? (Extraits)** Source : Pierre Noël Giraud, CERNA, Centre d'économie industrielle, Ecole Nationale Supérieure des Mines de Paris, Revue Etudes, Tome 394, n° 2, Février 2001 extrait, remanié, d'un livre de l'auteur, aux Editions du Seuil : « Le Commerce des Promesses. Petit Traité sur la Finance Moderne ».

L'actionnariat salarié direct ou par l'intermédiaire des institutionnels peut certes encore se développer. Mais qui concerne-t-il ? Au sein même des pays riches, une minorité de salariés, ceux qui peuvent se permettre d'avoir un fort taux d'épargne tout au long de leur vie. Au sein de cette minorité, ceux qui ont des intérêts d'actionnaires significatifs sont eux-mêmes une minorité. Ainsi, aux Etats-Unis, 10 % des ménages détiennent près de 90 % des actions et des parts de *mutual funds*. Quelles que soient les formes prises par l'organisation d'une gestion collective de l'épargne des salariés (représentants des syndicats dans les fonds de pension, etc.), la minorité très directement intéressée au rendement de son épargne, parce que cette épargne est très importante, soit prendra le pouvoir, soit fera sécession, si la gestion collective ne lui convient pas. Or, il ne fait pas de doute que cette minorité se comportera avant tout en actionnaire, en raison de l'évidente dissymétrie de ses intérêts. Exiger une rentabilité la plus élevée possible est nettement dans son intérêt, alors que les conséquences possibles sur le rapport capital-travail dans son ensemble ont toutes les chances de ne pas la concerner directement, mais plutôt de concerner la masse des salariés précarisés du bas de l'échelle, dont elle ne font pas partie.

De ces deux points résulte le dernier. J'ai le plus grand mal à imaginer que des institutionnels encore plus puissants, même passés sous le contrôle d'organisations « représentatives » de l'ensemble de leurs mandants, puissent se comporter différemment d'aujourd'hui. L'espoir du contraire est alimenté par l'existence de fonds sélectionnant leurs investissements selon des critères éthiques et écologiques et non seulement financiers(1). Ces fonds demandent aux entreprises dans lesquelles ils investissent de prouver qu'elles sont écologiquement correctes et s'abstiennent de réduire en esclavage des enfants dans le Tiers-Monde. On évalue à 2000 milliards de dollars les actifs des fonds ayant adopté ce genre de « charte », sur un total de plus de 20 000 milliards. Aux Etats-Unis, la part de l'épargne gérée par les fonds « éthiques » atteindrait même 12 % en 2000. Il est possible que cela se développe encore. Mais il faut observer que ces choix éthiques ne sont, pour l'instant, jamais faits au détriment de la rentabilité(2). Entre deux entreprises également rentables, on choisira la plus écologique, mais on n'offrira aucune « prime » à cette dernière. C'est certainement une excellente chose que cette extension du *benchmarking* à de nouveaux critères. Mais ce supplément d'âme, auquel sont incontestablement sensibles les classes moyennes, ne doit pas toucher à leur porte-monnaie. Là est bien la limite aux évolutions de comportement des investisseurs institutionnels, qui résulte des deux observations précédentes.

Il n'y a donc, à mon avis, rien à attendre de la montée en puissance des investisseurs institutionnels en matière d'évolution du rapport capital-travail. Bien plutôt devrait-elle contribuer à accentuer encore l'éclatement du salariat entre une minorité doublement privilégiée (salaires élevés et actionnaires) et la grande majorité, surtout si l'on raisonne au plan mondial. Si rééquilibrage d'ensemble entre travail et capital il doit y avoir, il ne peut passer, à mon sens, que par des voies très classiques : l'organisation d'un pouvoir collectif des salariés en tant que tels, soutenu par les Etats. A mes yeux, la réponse de long terme à une « affaire Michelin » est la suivante : accepter la logique de la globalisation et les contraintes de

compétitivité et de rentabilité qu'elle impose aux entreprises, mais obtenir des compensations significatives pour ceux qu'elle frappe. On voit bien, cependant, quelles en seraient les conditions : des syndicats réellement représentatifs et internationaux, puisque les firmes sont désormais globales. En fin de compte, et plus généralement, il s'agit de reconstituer les conditions d'un « fordisme »(3) à échelle mondiale. On mesure, par conséquent, le chemin à parcourir, mais il ne me paraît pas exister d'autres voies.

Notes :

(1) C'est ainsi qu'André Orléan, dans la conclusion de son livre *Le pouvoir de la finance* (Ed. Odile Jacob, Paris 1999), voit dans les « fonds éthiques » les prémisses d'un « contrôle de la finance par l'opinion démocratique » susceptible de « modifier les critères de gestion des entreprises » (p. 263).

(2) Sauf dans le cas, extrêmement minoritaire, de fonds qui affectent délibérément une part de leurs revenus à des transferts et investissements « sociaux » ou « humanitaires ».

(3) « Fordisme » désigne un ensemble d'institutions (dont des syndicats puissants et des Etats intervenant directement sur le partage de la richesse) qui assure un partage équilibré de la richesse produite entre capital et travail, de manière à soutenir la consommation et à atteindre la croissance maximum autorisée par le progrès technique. Le nom vient de Henry Ford, fondateur de la firme automobile américaine du même nom. Au début du XXème siècle, il fut l'un des premiers à comprendre (et à mettre en pratique) qu'il fallait augmenter régulièrement les salaires ouvriers si l'on voulait qu'ils deviennent consommateurs de ce qu'ils produisent. Les Etats-Unis à partir du New Deal, l'Europe et le Japon dans les trois décennies d'après-guerre, ont connu des formes différentes de « Fordisme », mais dans le cadre d'économies très fermées.

### III) Des crises financières en général...

**Doc 8 : Le krach des tulipes.** Source : P. Artus, M.P. Virard, « On comprend mieux le monde à travers l'économie », Les Echos Editions.

Au XVIIesiècle, tandis que l'économie européenne était passée du sud au nord, faisant d'Amsterdam sa capitale, ce que l'on considère généralement comme le premier produit dérivé de l'Histoire allait prendre les contours improbables d'un bulbe de tulipe. Pas question là en effet de valeurs ou de métaux précieux, mais bel et bien de ces bulbes de végétaux, trésor des jardins des riches familles éblouies par la nouveauté et la variété de cette fleur exotique rapportée d'Asie par l'ambassadeur de Ferdinand 1er à Istanbul. A partir de 1634, la haute société hollandaise ne pourra se passer de sa collection de tulipes. A partir de 1634, la « tulipomania » conduira aussi de nombreux investisseurs à la ruine. Car, à l'époque, les tulipes ne pouvaient être récoltées qu'en été. Le premier marché de *futures* voit ainsi le jour. Le cours des tulipes s'y fixe plusieurs mois à l'avance, pendant l'hiver... Des options d'achat sont créées avec fort effet de levier\* puisque le dépôt n'était que de 10% à 20 %. De décembre 1636 à février 1637, certains bulbes particulièrement recherchés atteindront des prix astronomiques.

Toutes sortes d'histoires sont rapportées à ce sujet. On raconte ainsi qu'un seul bulbe rare, un *Semper Augustus*, fut vendu 4600 florins, soit l'équivalent d'une diligence neuve ainsi que deux juments avec leur harnais; un autre, de la variété *Viceroy*, coûta à son acquéreur pas moins de 24 chargements de grains, huit porcs, quatre vaches et quelques tonnes de beurre... Tandis qu'un troisième était négocié quelque 5 200 florins, soit plus de trois fois le prix payé à Rembrandt pour sa *Ronde de nuit*! De 1633 à 1637, le marché des tulipes pèsera quelques dizaines de millions de florins à mettre en relation avec les 3 millions détenus par l'ensemble de la communauté marchande en dépôts à la Banque d'Amsterdam ou les 6 millions de

capitalisation de la toute-puissante Compagnie des Indes Orientales... Autant dire que de nombreuses fortunes se sont faites sur le marché des tulipes. Beaucoup se sont aussi défaites brutalement lorsqu'après une période d'euphorie inouïe les prix se sont effondrés, faisant de nombreuses victimes. Tous les ingrédients qui firent (et font) le charme vénéneux de la spéculation financière étaient déjà au rendez-vous: attrait de la nouveauté, spéculation sur des profits à venir, invention du marché à terme.

La conclusion en forme d'épithaphe revient à John Kenneth Galbraith: «il y eut un seul adoucissement: la culture de la tulipe se poursuivit en Hollande et de vastes marchés s'ouvrirent finalement pour les fleurs et les bulbes. Celui qui a vu au printemps les champs de tulipes de ce pays calme et agréable gardera toujours le sentiment que la tulipomania anticipait réellement la grâce de la nature.»

**Doc 9 : Diversité des crises financières.** Source : « Les crises financières Rapport », Robert Boyer, Mario Dehove et Dominique Plihon La Documentation française. Paris, 2004

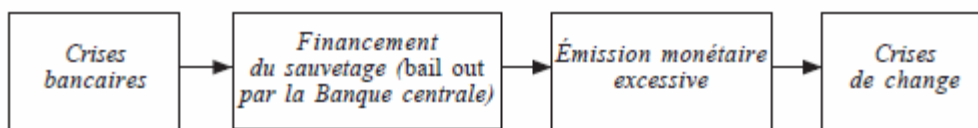
Les crises financières sont très diverses d'abord par les marchés ou les institutions qu'elles frappent. Ce chapitre de présentation empirique ne traite pas de toutes les crises financières. Il analyse principalement trois types de crises financières :

- les crises de change ;
- les crises bancaires ;
- et les crises boursières.

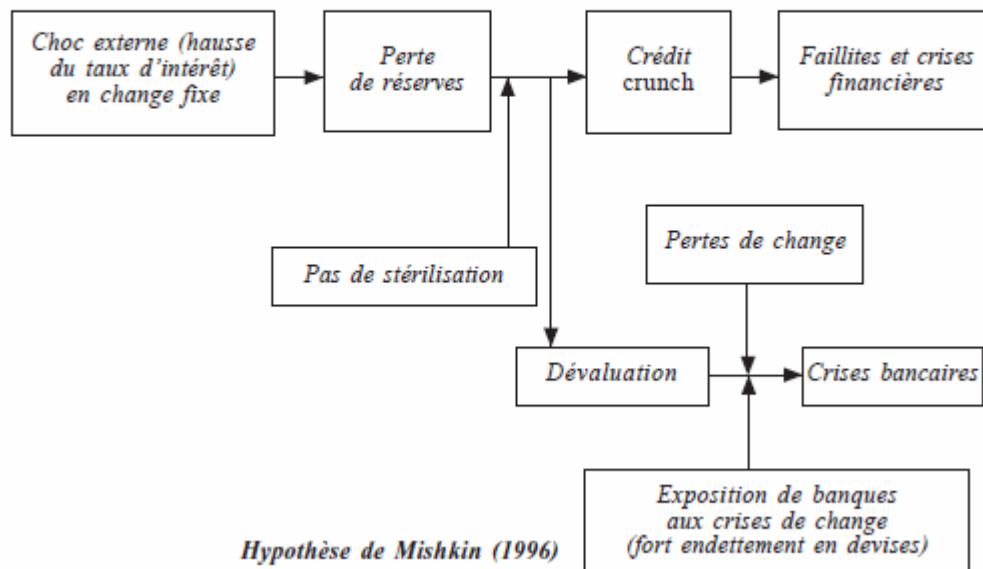
On peut ajouter d'autres crises qui ont joué un rôle essentiel dans l'histoire financière des dernières décennies, notamment les crises immobilières, les crises obligataires, crise industrielle, crise des comptes publics, les crises de la dette souveraine, et aussi des crises sans doute plus anecdotiques par les objets de la spéculation dont elles sont la conséquence, tels par exemple que les métaux précieux, les matières premières. Ces autres crises ne débouchent pas nécessairement sur des crises financières ; elles ne deviennent des crises financières qu'à partir du moment où elles ont un impact sur les marchés financiers ou les intermédiaires financiers à travers la contrainte de liquidité....

*Les crises bancaires peuvent entraîner des crises de change et réciproquement : on parle de crises jumelles :*

**a. Les crises bancaires entraînent les crises de change**  
**Le modèle de Velasco (1987)**



**b. Les crises de change entraînent les crises bancaires**  
**Le modèle de Stoker (1994)**



*Hypothèse de Mishkin (1996)*

**Doc 10 : Les crises jumelles.** Robert Boyer, Mario Dehove, Dominique Plihon, Alternatives Economiques - n°234 - Mars 2005

Dans les pays nouvellement ouverts à la finance internationale, souvent qualifiés de "marchés émergents", les désordres financiers les plus graves ont été marqués par des "crises jumelles", un effondrement simultané du taux de change et du système bancaire. Les agents et surtout les banques des pays en développement deviennent en effet très vulnérables dès lors qu'ils s'endettent sur les marchés internationaux. Leur dette étant libellée en monnaie étrangère (en dollar, le plus souvent), elles sont soumises aux variations des taux de change qui peuvent aggraver brutalement le coût de leur dette. Ainsi s'expliquent les nombreuses faillites bancaires enregistrées dans les pays émergents. Ces crises jumelles ont un coût social et économique considérable, pouvant s'élever jusqu'à 50 % du produit intérieur brut, comme en Indonésie après 1997.

**Doc 11 : Les crises financières des années 90.** Source : « Les crises financières rapport », Robert Boyer, Mario Dehove et Dominique Plihon La Documentation française. Paris, 2004.

La contagion est un des traits marquants des crises financières des années quatre-vingt-dix, le plus énigmatique aussi et le plus dangereux pour la croissance et la stabilité des relations internationales :

- la crise du SME en 1992-1993, est une des premières grandes manifestations de la grande contagiosité des crises récentes : partie de la Finlande (ou de l'Italie, qui fut la première économie européenne à déprécier sa monnaie après le référendum danois), elle s'est étendue aux autres pays européens avec le caractère massif, en partie aveugle et largement mystérieux d'une épidémie : massif, parce que presque tous les pays européens ont été frappés et la crise de change a fait voler en éclat un système monétaire européen qui paraissait robuste depuis 1987 ; en partie aveugle, la crise a frappé des pays dont la monnaie pouvait paraître fragile (Italie, Espagne), et s'est propagée à des économies dont la monnaie ne présentait aucun risque de faiblesse (France, Irlande) tout en épargnant certaines monnaies (Pays-Bas) ; cette crise est également mystérieuse, parce que sa diffusion n'a pas emprunté les canaux

traditionnels (commerciaux, financiers ou strictement monétaires) de l'interdépendance économique ;

- *la crise mexicaine de 1994* et son « effet tequila » confirment l'importance de la contagion dans les crises récentes. L'analyse de la prime de risque (le *spread*) sur les titres *Brady* (issus du dernier plan de résorption de la crise de 1982) montre une concomitance frappante entre la déstabilisation des monnaies mexicaine, argentine, brésilienne et même, en Asie, de la monnaie des Philippines. D'autres indicateurs que les primes de risque suggèrent, par ailleurs, qu'en Amérique latine les monnaies du Pérou et du Venezuela ont aussi été attaquées, en Asie les monnaies de Thaïlande et de Hong-Kong, en Europe la monnaie hongroise. Sans pour autant que toutes les économies proches de l'épicentre mexicain soient touchées puisque, par exemple, la monnaie chilienne a été épargnée par la spéculation grâce à des politiques efficaces, fondées en partie sur le contrôle des entrées de capitaux. Cette concomitance, là encore, est largement mystérieuse car, ni une cause commune de crise – la hausse des taux d'intérêt américains comme en 1982, au moment de la crise de la dette – ni de fortes interdépendances – par le commerce notamment – ne peuvent être invoquées de façon convaincante ;

- *la crise asiatique de 1997* se prête à un diagnostic en tout point comparable. La contagion est encore plus frappante dans le cas de la crise asiatique qui affecte simultanément les Philippines, la Thaïlande, l'Indonésie et même la Corée dont la conjoncture économique et les spécialisations sont pourtant très différentes (figure I.7) ;

- pour sa part, *la crise russe de 1998* lèverait les derniers doutes : le décrochement du rouble en 1998 a été suivi dans le mois suivant par une brutale chute, inexplicable par les fondamentaux, de 50 % de la bourse brésilienne alors que les liens entre le Brésil et la Russie sont anecdotiques et que les deux économies ont des structures économiques et financières très différentes ;

- La crise boursière qui s'est déclenchée aux États-Unis en mars 2000 compte parmi les plus dures de l'histoire des crises boursières. La chute des cours aux États-Unis s'élève à 42,5 % après une période de 26 mois, ce qui la met sur le même rang que les crises les plus sévères (1916, 1937, 1973), à l'exception de la crise de 1929 qui ne semble, à ce jour, comparable à aucune autre par sa gravité

- enfin, au-delà du marché des changes et des systèmes bancaires, les *crashes* simultanés des marchés boursiers de 1987 des pays développés, des pays latino-américains à partir de 1994 et des marchés asiatiques en 1997-1998 montrent que le phénomène de contagion n'épargne ni le marché des actions, ni le marché des obligations.

**Doc 12 : Les mécanismes de la contagion des crises financières.** Source : « Les crises financières Rapport », Robert Boyer, Mario Dehove et Dominique Plihon La Documentation française. Paris, 2004.

Derrière cette réalité en apparence simple de contagion – empruntée, sans grande précaution, à la médecine – des formes très différentes de transmission des crises d'une économie à une autre, ou même d'un marché à un autre, sont confondues. Le concept de contagion des crises financières est complexe. Masson (1998) pour clarifier la notion de contagion a suggéré d'en distinguer trois formes principales, selon les causes possibles de la concomitance, éventuellement décalée, d'épisodes de crise identiques ou semblables dans des pays différents, proches géographiquement et économiquement, sans que cette proximité soit générale :

- une même série de perturbations se développe dans des pays différents parce que ces événements découlent d'une même série de causes communes aux deux pays. Exemples : la hausse brutale des taux d'intérêt américains dans la période précédant la crise de la dette des pays en développement au début des années quatre-vingt qui a débuté par la déclaration de défaut du Mexique en août 1982 ; la dépréciation du dollar par rapport au yen peu avant la crise asiatique de 1997.
- des perturbations, identiques ou non, affectent des économies différentes parce que ces économies entretiennent des relations d'échanges nourries, commerciales ou financières. Exemple : la crise des changes en Europe en 1992 et 1993 s'explique, pour une part, par le caractère fortement intégré des économies européennes. Cette forme de contagion est dite débordement ou « spill-over » ;
- les propagations internationales des secousses financières pour lesquelles il faut faire appel à des causes subjectives (le sentiment des opérateurs, le climat des affaires...) ou objectives (le coût de l'information, la concurrence des intermédiaires financiers, etc.), relèvent pour Masson de la contagion « pure ». Elles sont rapportées au comportement des investisseurs et, en général, associées à des comportements moutonniers

**Doc 13 : Les rouages des crises financières.** Robert Boyer, Mario Dehove, Dominique Plihon, Alternatives Economiques - n°234 - Mars 2005

La formation de **bulles immobilières** dans certains pays riches et les **déséquilibres financiers** persistants et croissants des Etats-Unis augmentent à nouveau le **risque** d'une crise financière majeure. Face à cette situation, l'analyse des crises passées apporte d'utiles **éléments de réflexion** et permet de mettre en évidence un petit nombre de **mécanismes** qui jouent un rôle **déterminant** dans leur apparition. On constate par ailleurs qu'en dépit du rôle croissant des marchés financiers dans le financement des économies, les **banques** restent au cœur de ces dérèglements de la finance. Enfin, les crises sont souvent les conséquences d'innovations destinées à améliorer le fonctionnement de la finance et qui se révèlent en fait porteuses de **nouveaux risques**.

## 1. Un petit nombre de mécanismes à l'origine des crises

**La multiplication des crises a suscité de nombreux travaux théoriques et statistiques de la part des économistes.** Ces travaux mettent en évidence qu'un nombre réduit de mécanismes en sont la cause. Le premier est spécifique aux marchés financiers, qui sont des "marchés de promesses": nul ne sait ce que sera demain le "bon niveau" d'un taux d'intérêt, d'un taux de change ou du cours d'une action. Cette **incertitude** engendre une grande variabilité des paris effectués par les intervenants des marchés financiers qui préfèrent généralement suivre la tendance générale et avoir tort avec les autres plutôt que raison tout seul. Ces supputations sur l'avenir font quelquefois l'objet de réajustements brutaux que caractérise l'alternance de phases d'optimisme et de pessimisme, sans aucune garantie de convergence des taux de change ou du cours d'une action vers une valeur fondamentale, elle-même largement indéterminée.

Un second mécanisme concerne le caractère "**procyclique**" de la prise de risque de la part des acteurs bancaires et financiers: ces derniers ont tendance à prendre d'autant plus de risques que la conjoncture est bonne et d'autant moins lorsque les perspectives sont défavorables. Ainsi, ils alimentent la croissance quand celle-ci est dynamique et renforcent son plongeon quand les choses se gâtent, les banques pouvant aller dans ce dernier cas jusqu'à rationner le crédit. Les acteurs financiers, par leurs comportements, exercent ainsi un effet déstabilisateur: ils ont tendance à amplifier les cycles économiques (on parle d'"accélérateur financier" du cycle).



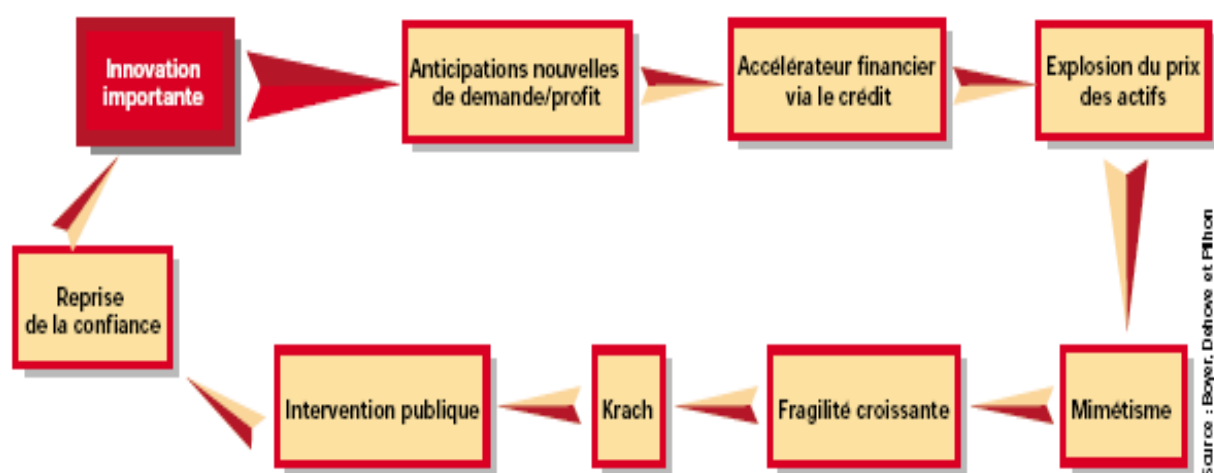
Un troisième mécanisme propage d'un marché à l'autre les déséquilibres apparus sur l'un d'entre eux. Ses effets dépendant de la **plus ou moins grande facilité d'accès au crédit** donnée à ceux qui achètent des actifs. Si, par exemple, les ménages peuvent emprunter aisément pour acheter leur maison ou des actions, ils contribuent à faire monter le prix de l'immobilier ou de la Bourse, une hausse dont ils peuvent se targuer auprès de leur banquier pour emprunter plus et de nouveau investir, etc. Les différents marchés se trouvent ainsi liés et une crise sur l'un d'entre eux entraîne une crise sur les autres: par exemple, un effondrement de l'immobilier provoque des difficultés à rembourser ses emprunts et une crise bancaire. ...

## 2. Le rôle décisif du système bancaire dans l'ampleur des crises

**La gravité des crises tient au degré de concentration-dispersion des risques et au degré de résistance du système bancaire.** On constate en effet que les crises financières sont d'autant plus graves que tous les risques tendent à se concentrer sur les banques, alors qu'elles sont au centre de la continuité du système des paiements et des relations de crédit. Ainsi s'explique, par exemple, le fait que le Japon ait connu une grave baisse des prix et de l'activité dans les années 90 à la suite de l'éclatement d'une bulle spéculative: les banques avaient pratiqué une sous-estimation systématique des risques qu'elles étaient les seules à porter. Inversement, les banques américaines n'ont été que faiblement affectées par l'éclatement de la bulle Internet au début des années 2000: elles ont su gérer leurs risques et en reporter une large partie vers d'autres agents économiques, comme les assureurs ou les investisseurs financiers, qui acceptent d'acheter une partie des risques pris par les banques.

## 3. Les innovations au centre des crises

**L'histoire montre que les crises financières sont souvent la conséquence d'innovations affectant l'économie réelle et la finance elle-même.** L'évolution du capitalisme apparaît ainsi ponctuée par des vagues d'innovations conduisant à des phases d'instabilité et de crises financières, comme l'a bien montré Joseph A. Schumpeter. Les vagues technologiques ont notamment souvent été ponctuées de crises financières, comme l'illustrent les travaux de Charles Kindleberger. De ce point de vue, le krach Internet de 2000 aux Etats-Unis peut être comparé aux crises boursières qui ont accompagné le développement des chemins de fer au milieu du XIXe siècle.



Une innovation importante, comme la libéralisation des mouvements de capitaux, incite les acteurs financiers à prendre des risques pour en profiter. En période d'euphorie, le crédit bancaire vient financer les placements spéculatifs sur les différents marchés, auxquels, par mimétisme, participent tous les intervenants. Une bulle se forme qui accroît la fragilité de l'économie et finit par un krach que seule une intervention énergique, et souvent coûteuse, de l'Etat peut endiguer. Une fois la confiance revenue, un nouveau cycle peut commencer.

Les innovations financières sont également source d'instabilité, car elles ont des effets ambivalents. Ainsi les produits dérivés sont un instrument extrêmement efficace de protection contre les risques, en permettant de les diffuser sur les marchés. Mais ces produits sont également un levier très puissant aux mains des spéculateurs, comme l'a montré George Soros lorsqu'il a utilisé efficacement ces instruments financiers pour spéculer contre la livre sterling en 1992.

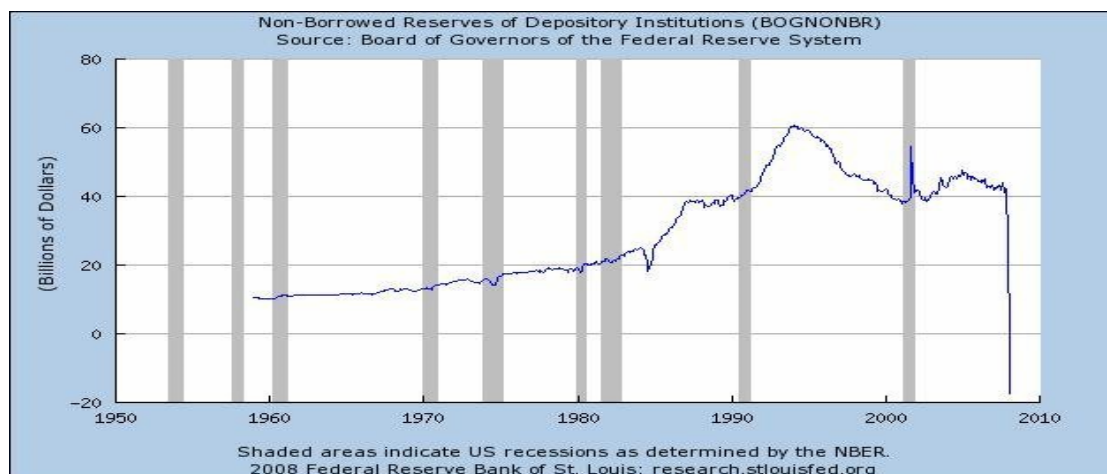
Dans la période contemporaine, la libéralisation financière a joué ce rôle d'innovation majeure qui a transformé en profondeur les comportements et les systèmes financiers. Cette innovation a conduit à une plus grande mobilité des capitaux à l'échelle internationale, ce qui a favorisé l'accélération du processus de globalisation financière. Il est aujourd'hui admis, y compris par ses promoteurs, notamment le Fonds monétaire international (FMI), que la libéralisation financière est à l'origine de la répétition des crises dans le monde, et que cette innovation a eu plus d'inconvénients que d'avantages pour les pays en développement. Ces pays ont été exposés à de nouvelles formes de risques et d'instabilité auxquelles ils n'étaient pas préparés (à la différence des pays les plus avancés), ce qui a souvent perturbé leur développement.

#### IV) ...A la crise des subprimes en particulier :

**Doc 10 : Evolution des capitalisations boursières mondiales en 2008** (en milliers de milliards de Dollars US). Source : Thomson financial Datastream 01/2009 in Der Spiegel 25/01/2009



Doc 11 : Réserves propres des établissements de dépôts américains (1950 - 02/2008). Source Réserve fédérale de Saint Louis



Doc 12 : Les pertes bancaires. Source : Bloomberg in « Finance : la fin d'un paradigme » , Alternatives internationales, HS déc 2008, Jacques Adda, professeur d'économie à l'université de Bar-Ilan, Israël.

## Des pertes abyssales



**Doc 13 : Le marché interbancaire à l'arrêt.** Source : « Finance : la fin d'un paradigme », Alternatives internationales, HS déc 2008, Jacques Adda, professeur d'économie à l'université de Bar-Ilan, Israël.

## Quand les banques ne se prêtent plus entre elles



On peut suivre le déroulement de la panique financière en observant l'écart entre le taux d'intérêt sur le marché interbancaire des emprunts en dollars et celui des bons du Trésor américains, considérés comme un placement sans risque. Plus les banques estiment que la situation est risquée, plus elles sont réticentes à se prêter de l'argent et plus l'écart augmente. L'annonce de la faillite de la banque d'affaire Lehman Brothers le 15 septembre ouvrait une période d'extrême instabilité financière. Fin octobre, à la suite de l'annonce de vastes plans de soutien des banques en Europe, aux Etats-Unis et au Japon, un début de détente se faisait sentir sur les marchés.

**Doc 14 : La titrisation.** Source : « Finance : la fin d'un paradigme », Alternatives internationales, HS déc 2008, Jacques Adda, professeur d'économie à l'université de Bar-Ilan, Israël.

La crise financière a mis en évidence la place démesurée prise par la sphère financière dans les économies contemporaines et son affranchissement des instances de contrôle monétaire et financier. Déréglementation, désintermédiation et titrisation sont les trois piliers d'une dynamique de financiarisation de l'économie dont les secousses ébranlent périodiquement l'activité, mais dont la crise actuelle pourrait aussi marquer le terme. Aux Etats-Unis comme en Europe, la socialisation généralisée des pertes d'un système livré à lui-même pose la question d'une nouvelle régulation de la finance mondiale.

A la différence d'un crédit, accordé par une banque sur la base des dépôts de ses clients, l'émission de titres (actions, obligations) met en relation directe prêteurs et emprunteurs sur le marché des capitaux, sans passer par l'intermédiation des banques. Tandis qu'un titre peut être cédé par son détenteur à un prix variable selon la situation de l'offre et de la demande sur le marché des capitaux, les créances détenues par les banques ne s'effacent en principe de leurs bilans qu'avec l'extinction des dettes correspondantes, ou leur annulation en cas de défaut. Produit des innovations financières des années 1980, la technique de titrisation donne aux banques la possibilité à se débarrasser de leurs créances en les revendant, à un prix inférieur à leur valeur faciale, à des investisseurs prêts à en assumer le risque. L'avantage pour les banques est triple: en épurant leurs bilans des créances les plus risquées, elles se protègent tout d'abord du risque de non-recouvrement des créances; elles économisent par là même le coût des provisions qu'elles auraient été tenues de constituer si elles avaient conservé les créances en question; elles améliorent enfin le rapport de leurs fonds propres à leur encours de crédit, ce qui leur permet d'accorder de nouveaux crédits.

Les gouvernements, par idéologie ou par pragmatisme, ont longtemps vu d'un bon œil ce processus. La diffusion maximale du risque qu'il était censé produire réduit en effet les risques

faits systémiques, autrement dit le risque que des défauts de paiements massifs, comme ceux des pays en développement dans les années 1980, ne provoquent la faillite de banques de taille importante, obligeant les pouvoirs publics à intervenir pour prévenir des défaillances en chaîne et le spectre d'une panique bancaire. Les emprunteurs, pour leur part, ne pouvaient que bénéficier du nouvel environnement financier. Les banques pouvant se défaire des risques pris sur les clients moins solvables en les transférant sur le marché des titres, l'accès au crédit bancaire est désormais ouvert à une gamme plus large d'emprunteurs.

L'essor rapide de la titrisation au cours des vingt dernières années illustre ainsi la transformation fondamentale intervenue dans le métier bancaire. Stimulée par la déréglementation, le décloisonnement et la globalisation des marchés financiers, la finance directe, qui met en relation directe épargnants et emprunteurs sur le marché des capitaux, a pris le pas dans nombre d'économies avancées sur l'intermédiation bancaire comme mode privilégié de financement de l'économie. Cette évolution allait se révéler rapidement déstabilisante pour les banques. Celles-ci étaient en effet doublement menacées : dans leur fonction d'octroi de crédit d'une part, du fait de l'apparition de nouvelles sources de financement moins coûteuses pour entreprises (puisque non grevées du coût de l'intermédiation), leur activité de collecte de dépôts d'autre part, l'épargne des ménages se détournant des dépôts bancaires classiques au profit de nouveaux instruments de placement à peine moins liquides. Aux Etats-Unis, la part des dépôts bancaires dans les actifs de l'ensemble du secteur financier est ainsi passée de 50 % en 1980 à 25 % en 2000 (1).

La solution pour les banques a consisté à investir le marché des capitaux. Le nouveau modèle bancaire, dit d'octroi et de cession des crédits (« *originate and distribute* »), consiste ainsi pour les banques non seulement à se défaire de leurs créances, mais aussi à en organiser la conversion en titres négociables et la diffusion sur le marché financier. Elles créent pour cela des structures ad hoc - les SN (Special Investment Vehicles) - qui reprennent les créances, les regroupent par tranches de risque et s'en servent pour émettre sur le marché financier des obligations dites ABS (Asset Backed Securities), dont la valeur est en principe garantie par les crédits dont elles sont la contre-partie. L'argent ainsi obtenu finance le rachat initial des créances des banques. Ces titres sont acquis par les investisseurs financiers, mais aussi par d'autres banques en quête de rendements attractifs pour leurs liquidités. Hautement rentable à court terme, le nouveau modèle bancaire s'est rapidement diffusé aussi bien dans les banques de dépôt classiques que dans les banques d'affaires telles Bear Stearns, Lehman Brothers ou Merrill Lynch, trois des piliers de Wall Street.

**Document 15 : L'abondance de liquidité.** Source : « Finance : la fin d'un paradigme », Alternatives internationales, HS déc 2008, Jacques Adda, professeur d'économie à l'université de Bar-Ilan, Israël.

Inférieur à 100 milliards de dollars en 1980, l'encours des obligations de type ABS a franchi aux Etats-Unis le seuil des 11 000 milliards en 2006. Initialement émises sur la base de crédits accordés aux entreprises ou de prêts hypothécaires garantis, ces structurées se sont progressivement étendues à d'autres classes d'actifs tels les crédits à la consommation, les cartes de crédit, les prêts aux étudiants, puis, dans la seconde partie des années 1990, aux prêts hypothécaires non garantis. La croissance de ce type de prêts allait s'emballer dans les années 2000, dans un contexte d'extrême liquidité des marchés financiers.

A la suite de l'éclatement de la bulle internet, puis des attentats du 11 Septembre, la Banque centrale des Etats-Unis (Fed) a en effet réduit son taux directeur de 6,5 % fin 2000 à 1,75 % fin 2001. La baisse des taux s'est poursuivie jusqu'à un plancher historique de 1 % à la mi-2003, niveau qui allait être maintenu jusqu'à la mi-2004. En voulant amortir l'impact récessif du krach du Nasdaq - la Bourse américaine des valeurs technologiques -, la Fed créait les conditions de

formation d'une nouvelle bulle spéculative, dont la flambée de l'immobilier et de la Bourse étaient les manifestations les plus visibles. A quoi s'ajoutait que les excédents courants croissants des pays pétroliers et des économies émergentes d'Asie accentuaient la situation d'extrême liquidité des marchés mondiaux, encourageant les comportements d'endettement sur l'ensemble des marchés. L'essor spectaculaire des obligations basées sur les subprimes dont l'encours représentait le quart de l'ensemble des titres ABS en 2006, est l'une des expressions de cette quête agressive du rendement qui a conduit les organismes de crédit hypothécaire à proposer des prêts immobiliers à haut risque aux « ninja », les ménages américains les moins solvables (no income, no-job, no-asset). Ces prêts étaient ensuite saupoudrés dans des paniers de créances titrisées eux-mêmes mélangés à d'autres paniers dans des ensembles composites - **les CDO ou Collateralized Debt Obligations** - de plus en plus opaques et néanmoins diffusés sur les marchés financiers avec la complicité des agences de notation, qui n'hésitaient pas à attribuer la notation maximale à certains de ces produits.

**Document 16 : « un système bancaire fantôme ».** Source : « Finance : la fin d'un paradigme », Alternatives internationales, HS déc 2008, Jacques Adda, professeur d'économie à l'université de Bar-Ilan, Israël.

Souscrits massivement par les banques d'affaires et les hedge funds les titres en question pouvaient à leur tour être utilisés comme garanties pour le déblocage de crédits à court terme par le système bancaire, qui finançait ainsi leur acquisition. Selon l'OCDE, l'encours des CDO s'élevait en juin 2007 à près de 3000 milliards de dollars. S'étendant désormais à tous les types de créances, la titrisation et son corollaire, la reconversion des banques en courtiers des marchés financiers ont ainsi rendu possible l'émergence d'un « système bancaire fantôme » composé de banques d'affaires, de hedge funds, de sociétés d'investissement, de SN, de fonds communs de placement et d'organismes de crédit hypothécaire. Bien que ne collectant pas de dépôts, ces institutions non-bancaires procèdent tout comme les banques à une activité de transformation, empruntant à court terme pour prêter ou placer à long terme. A la différence des banques toutefois, elles ne jouissent pas de la protection offerte par l'existence d'un prêteur en dernier ressort – la Banque centrale - et des dispositifs d'assurance des dépôts qui coupent court aux risques de ruée sur les dépôts en cas de crise. N'étant pas astreintes aux contraintes réglementaires fixées par les Banques centrales, elles peuvent prendre des risques plus importants que les banques traditionnelles, et jouir quand tout va bien d'une rentabilité nettement plus élevée. En revanche, elles sont plus vulnérables en cas de retraits des fonds qu'elles collectent ou de non-renouvellement des lignes de crédit (bancaire) qui les financent.

**Doc 17: Le déclenchement de la crise des subprimes.** Source : « Finance : la fin d'un paradigme », Alternatives internationales, HS déc 2008, Jacques Adda, professeur d'économie à l'université de Bar-Ilan, Israël.

Or, c'est précisément ce qui est arrivé après que la Fed a remonté son taux directeur de 1 % à 5,5 % entre la mi-2004 et la mi-2006, et que les prix de l'immobilier ont commencé à baisser aux Etats-Unis, minant la valeur des créances sur lesquelles reposait un segment majeur du marché obligataire. En juin 2007, la faillite de deux fonds d'investissement gérés par la banque d'affaires américaine Bear Stearns, qui devait frôler la faillite neuf mois plus tard, ouvrait la crise des subprimes. En l'espace de quelques semaines, la fuite généralisée devant les titres ABS les plus risqués provoquait l'effondrement de la majeure partie des SIV. Dans des conditions d'opacité maximale sur la valeur des titres figurant au bilan des banques, due à l'impossibilité de déterminer leurs prix réels, le doute s'installait sur la santé financière des banques, qui refusaient de se faire crédit les unes aux autres, provoquant la paralysie du marché interbancaire.

Face à la menace d'un « credit crunch », les banques centrales n'avaient d'autre choix que de refinancer massivement des banques, se transformant de facto en prêteur en premier ressort du système financier (Inonder le marché interbancaire ne pouvait toutefois suffire tant que les bilans des banques demeuraient encombrés par quantité de titres toxiques impossibles à céder ni même évaluer, et qu'aux Etats-Unis, les banques d'investissement se débattaient avec la fonte de leurs actifs sans possibilité de soutien de la Fed. La chute en mars 2008 de Bear Stearns, cinquième banque d'affaires américaine, a révélé les failles systémiques qui risquaient d'engloutir le système bancaire dans son ensemble. Elle a conduit la Fed à élargir considérablement l'éventail des titres qu'elle acceptait des banques en contrepartie de ses refinancements et à ouvrir ses guichets aux banques d'affaires. La socialisation des pertes provoquées par la spéculation effrénée des dernières années était ainsi lancée, la banque centrale acceptant de refinancer des titres de qualité douteuse souscrits par des institutions échappant à son contrôle.

**Doc 18: La contagion.** Source : « Finance : la fin d'un paradigme », Alternatives internationales, HS déc 2008, Jacques Adda, professeur d'économie à l'université de Bar-Ilan, Israël.

Le processus de destruction financière n'allait pas s'arrêter pour autant. Alimenté par le krach persistant de l'immobilier, le refus des banques de rouvrir les vannes du crédit et la chute des cours boursiers, il s'est étendu en septembre au secteur de l'assurance. Fannie Mae and Freddie Mac, les deux géants du refinancement et de l'assurance des crédits immobiliers (5000 milliards de dollars de crédits assurés à eux deux), fortement impliqués dans l'engrenage de la titrisation, étaient nationalisés pour 200 milliards de dollars début septembre. Le groupe AIG, exposé pour plus de 300 milliards de dollars de polices d'assurance sur des titres ABS, était sauvé du dépôt de bilan grâce à un prêt de 85 milliards de la Fed moyennant la cession de 80 % de ses actions à l'Etat. Entre-temps, la faillite de Lehman Brothers et la déroute de Merrill Lynch, racheté par Bank of America, signaient l'acte de décès du modèle de la banque d'affaires américaine, les deux uniques survivants, Goldman Sachs et Morgan Stanley, étant contraints par la Fed à se transformer en banques de dépôts ordinaires. Espérant mettre un terme à l'hémorragie, le Congrès américain adoptait début octobre le plan Paulson, qui permet à l'Etat de racheter à hauteur de 700 milliards de dollars (5 % du PIB) les titres toxiques à l'origine de la crise, moyennant des prises de participation dans les banques les détenant.

Pour autant cela n'a pas suffi à enrayer le credit crunch. Démultipliée par l'effondrement des marchés boursiers, la défiance s'est propagée aux Etats-Unis aux titres émis par les entreprises, les Etats et les municipalités. Pour éviter l'asphyxie complète de l'économie, la Fed rendait public le 7 octobre un plan de rachat des effets commerciaux et obligations de court terme émis par ces entités, se transformant de facto en prêteur en unique ressort de l'ensemble de l'économie. En Europe, la vague de faillites bancaires fin septembre (Dexia, Fortis, Hypo Real Estate, HBOS, Bradford & Bingley) mettait cruellement en évidence l'absence de structures fédérales capables d'apporter des réponses adéquates à la crise. Après la décision unilatérale de l'Irlande, le 1er octobre, de garantir l'intégralité des dépôts de ses banques (soit 400 milliards d'euros), le double refus opposé par l'Allemagne et Royaume-Uni aux propositions d'action commune mises en avant par la France et les Pays-Bas provoquait un début de panique et forçait les gouvernements à agir en ordre dispersé tant au niveau de la recapitalisation des banques que de la garantie des dépôts bancaires. Avant qu'ils ne s'entendent finalement sur des principes communs d'intervention le 12 octobre.

A l'issue de trois décennies de dérégulation financière, le mythe d'un marché financier autorégulé à l'échelle mondiale, capable de disséminer les risques vers les acteurs le mieux à même de les supporter, et donc d'éliminer tout risque systémique, explose sous nos yeux. La responsabilité des Etats, qui ont fermé les yeux sur l'éclosion et l'expansion tentaculaire d'un

système bancaire fantôme, échappant à tout contrôle et pompant une part croissante des profits de l'économie, est considérable. Tenus d'éponger les pertes phénoménales d'un système financier livré à lui-même et de parer aux conséquences désastreuses du séisme actuel sur la production et l'emploi, les gouvernements doivent trouver au plus vite les chemins d'une régulation effective et coordonnée de la finance mondiale. L'Europe, parce qu'elle est la plus vulnérable, faute de gouvernance économique commune, et parce que c'est sa vocation, doit donner l'exemple. Son avenir en dépend.