

B) La dimension financière des investissements

D'une manière générale, la globalisation financière s'entend comme une extension au niveau mondial du paradigme du marché. La création d'un tel marché unique des capitaux est censée générer une allocation optimale des ressources en capital. Mais, par ailleurs, la globalisation financière fait peser de nouveaux risques sur l'économie mondiale et met en place une nouvelle régulation économique internationale.

1. La globalisation financière : la constitution d'un marché unique des capitaux

(Diapo)

a) Description générale de la globalisation financière :

- au niveau géographique : elle se traduit par la mobilité parfaite des capitaux

- au niveau fonctionnel : le marché des capitaux qui était jusqu'au milieu des années 80 très compartimenté (marché monétaire, marché obligataire, marché boursier) en France devient un marché unique des capitaux; on crée des maillons pour relier ces marchés, les opérateurs peuvent désormais réaliser des opérations d'arbitrage entre les différents marchés. C'est l'État en France qui impulse l'innovation (contrairement à l'initiative privée des États-Unis) : certificat de dépôts (TCN), billets de trésorerie (commercial paper), bons du Trésor (OAT), Matif...

- au niveau temporel : les contraintes géographiques et temporelles sont vaincues (les marchés peuvent fonctionner 24h/24 grâce aux NTIC)

b) Les origines de la globalisation :

Des facteurs d'ordre économique, politique et technique ont joué un rôle prépondérant :

Au niveau économique, on assiste aussi à une réorientation des déséquilibres mondiaux :

- pénurie de financement internationaux ds l'Après-guerre : dollar-gap.

- Déficit des paiements américains et reconstitution de réserves en \$: balances dollar : flux financiers N/N
- Montée des prix du pétrole : pétro\$ recyclage et Euro\$: flux financiers N/S,

crise de la dette qui a touché les pays du Tiers-Monde dans les années 80.

- Remboursement dette + recherche de sécurité dans les placements + financement externe des États-Unis qui attirent massivement les capitaux dans les années 1990 notamment chinois.

Au niveau politique, les États mettent en œuvre une libéralisation financière rapide et poussée dans les années 80 pour les pays européens, dans les années 90 (2ème vague) pour les pays émergents; libéralisation qui s'accompagne d'innovation de produits et de procédés.

Au niveau technique, de nouveaux produits financiers font leur apparition (titrisation): Organisme de placement collectifs en valeurs mobilières (Société d'investissement à capital variable, et Fonds communs de placement), vente à terme et produits dérivés.

Marché à terme : marché sur lequel on négocie quantité et prix d'une transaction qui sera exécutée (livraison et paiement) à une date future. Les pratiques de la bourse des valeurs fournissent une bonne illustration du fonctionnement des marchés à terme (également utilisés pour les matières premières et les devises).

Sur le marché du "règlement mensuel", on convient, un jour quelconque du mois boursier, d'une opération au cours en vigueur, qui sera dénouée à la liquidation (on procédera à l'échange lors de la septième séance quotidienne précédant la fin du mois, soit entre le 19 et le 23 selon les jours ouvrables). On parie sur la hausse en "prenant" en début de mois pour revendre en fin de mois. Différence par rapport à l'achat au comptant et revente à la fin du mois : même plus ou moins value mais on n'a pas à sortir l'argent sauf 10% pour caution.

A l'inverse, quand par exemple, on vend à terme le 5 des titres que l'on ne possède pas et que l'on achètera le 18, on joue le titre à la baisse entre les deux dates. Différence par rapport à la vente au comptant : on réalise une transaction impossible au comptant, vendre ce que l'on ne possède pas encore.

Pour un investisseur, le règlement mensuel est un moyen de se couvrir en réalisant conjointement une acquisition à terme et une cession à terme ; il se garantit ainsi contre toute dépréciation du cours (il se "couvre à terme").

Explication : achat à terme le fait gagner si le cours monte et la vente à terme le fait gagner si le cours descend : les gains compensant les pertes, l'agent

économique est couvert contre le risque de fluctuation des cours, en supportant les seuls frais financiers de ces opérations : il s'agit du coût de l'assurance qu'il a en quelque sorte contractée.

Cette procédure constitue aussi une possibilité de spéculation, un effet de levier amplifiant les gains potentiels mais aussi les pertes.

c) Les marchés :

La bourse réunit l'ensemble des marchés financiers où les transactions portent sur les actions, obligations, devises, marchandises et produits dérivés.

Marché des options (MONEP à Paris) : le marché des options permet de n'acquérir (et négocier) que le droit d'acheter ou de vendre. Par exemple, le détenteur d'une action, qui craint la diminution du cours mais désire la conserver pour le cas où ce dernier augmenterait néanmoins, se procure une option de vente jusqu'à un cours limite ; si, à la date convenue, le titre se trouve en-dessous de celui-ci, il sera vendu au cours limite mais, s'il s'est apprécié, l'opérateur le conservera en perdant seulement le coût de son option, qui a donc joué pour lui un rôle d'assurance. Le mécanisme est inverse dans le cas d'un achat : si un agent désire acheter un titre mais craint la montée de ce titre, il achète une option d'achat à un cours limite ; si à la date convenue la cote du titre est inférieure à ce cours limite, il ne l'achètera pas, dans le cas contraire il exercera son option d'achat et deviendra propriétaire du titre.

Organisé depuis septembre 1987, le marché des options négociables de Paris (Monep) porte seulement sur les actions de quelques très grandes sociétés ou sur un "panier" virtuel de titres représentant l'indice C.A.C.40. La couverture d'un portefeuille est l'objectif d'origine des initiateurs du projet Monep, mais ne représente à présent qu'une faible part du montant total des transactions. Les options disposant d'un effet de levier incomparable, elles sont très utilisées par les spéculateurs, qui préfèrent investir en options plutôt qu'en actions.

Marché à terme international de France : sur le marché à terme international de France (M.A.T.I.F, crée le 20 février 1986, anciennement marché à terme d'instruments financiers), on effectue des transactions concernant les actifs monétaires ou financiers — bons du Trésor, obligations, devise étrangère, pour permettre aux détenteurs d'actifs de minimiser les risques que leur font courir les variations de taux d'intérêt et de taux de change. Le M.A.T.I.F. offre donc une couverture contre l'augmentation du taux d'intérêt (qui déprécie les obligations et les actions) et une possibilité de spéculer sur les variations futures de celui-ci.

Les opérateurs sont forcément sélectionnés par le montant minimal des contrats (100000E minimum) et, en fait, interviennent surtout les banques, les investisseurs institutionnels et les trésoriers des grandes entreprises.

d) Analyse théorique : les « trois D » de la globalisation financière

Henri Bourguinat a identifié les « trois D » à l'origine de la globalisation financière : déréglementation, découloisonnement, désintermédiation. (diapo)
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.) et de remplacer l'Etat par des instances professionnelles dans la gestion et le contrôle de ces marchés. Partie des États-Unis et du Royaume-Uni, elle s'est progressivement étendue à tous les pays industrialisés dans les années 1980.

Le découloisonnement 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.

- une stratégie d'*intégration verticale* des métiers financiers.
- plus de spécialisation en fonction des produits traités (titres, options, devises, indices, etc.), de l'échéance (court, moyen ou long terme), de la finalité (export, investissement) ou du secteur.
- une stratégie d'intégration horizontale à cause des NTIC et de l'informatique (interconnexion en temps réel des places financières).

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.

Selon J. Hicks, le degré d'intermédiation permet de qualifier le système financier à une époque donnée. Il s'ensuit la distinction topique entre *économies d'endettement* (Grande Bretagne), *les économies de marchés financiers* (Allemagne), et les *économies mixtes* (France).

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.

2. - Les effets attendus et subis de la globalisation financière

a. - Globalisation financière et efficience (Diapo)

D'après la théorie libérale, le financement de marché doit aboutir à une efficacité plus grande dans l'allocation des ressources en capital. Cette efficience tient à trois éléments:

- une réduction du coût de l'intermédiation financière du fait des possibilités d'accès direct aux sources de financement et de la concurrence entre places financières et entre intermédiaires financiers, ce qui tend à laminier les rentes de situation;

- un élargissement de la gamme des possibilités de placement, d'où une plus grande diversification des portefeuilles d'actifs, ce qui permet une meilleure répartition du risque; les offreurs de capitaux trouvent les produits plus variés et donc mieux adaptés à leurs préférences (rentabilité, sécurité, liquidité, mobilité...), et les demandeurs des financements plus adaptés à leurs besoins (court ou long terme, endettement ou augmentation de capital, coûts moins élevés du fait de la concurrence...), les marchés dérivés permettent de couvrir les risques de change, de variation de taux d'intérêt, ou de prix des matières premières.

- le fonctionnement intrinsèque des marchés financiers, où l'information circule très vite et sous une forme très concentrée (le prix des actifs constitue l'essentiel de l'information) conduit à une efficience informationnelle fondée sur les anticipations jugées rationnelles des opérateurs. De ce point de vue, même la spéculation a un caractère bénéfique. On parle alors dans le milieu financier, d'arbitrage. Elle permet à certains agents économiques qui recherchent la stabilité - de se couvrir en transférant à d'autres, plus

aventureux, les risques qu'ils ne veulent pas assumer.

Au niveau global il en résulte une meilleure adéquation des capacités et des besoins de financement et une meilleure allocation des ressources, en se rapprochant du modèle théorique de la concurrence pure et parfaite. Les taux de croissance observés dans les pays émergents au cours des trente dernières années apparaissent en moyenne exceptionnels au regard des pays privés de l'apport international en capital, et également en comparaison des taux de croissance connus au 19^{ème} siècle par les "vieux pays industriels" qui n'ont disposé à l'époque que d'une épargne domestique plus limitée. Selon ce point de vue (défendu entre autres par l'école de Chicago), les problèmes rencontrés résulteraient d'une insuffisante mise en place des réformes libérales produisant des rigidités dans la circulation empêchant l'allocation optimale des ressources.

b. - Globalisation financière et financiarisation de l'économie. (Diapo)

Au-delà du principe d'efficience, la globalisation économique transforme les règles du jeu économique international et national suivant les prescriptions du modèle libéral.

Pour les tenants de la théorie libérale, la globalisation financière constitue une avancée considérable vers la fluidité des mécanismes de marché.

Deux aspects favorables de la globalisation financière sont systématiquement mis en avant: la globalisation financière favorise la diffusion d'un modèle global de gestion -le modèle anglo-saxon - censé être plus efficient; une fonction de discipline salutaire est exercée par le jugement permanent des marchés financiers sur les politiques économiques menées par les États, ainsi que sur la gestion des grandes entreprises par les managers.

A ces deux niveaux ce sont donc des principes de rentabilité qui sont revenus au premier plan par rapport à la période précédente des Trente Glorieuses, dans laquelle l'Etat était essentiellement préoccupé par la mise en place d'un compromis social avec les classes moyennes salariées, tandis que les entreprises avaient pour but premier de ne pas mécontenter leurs salariés. Ce changement de logique explique le passage du « réformisme de gauche » au « réformisme de droite ».

3. Risques et problèmes posés par la globalisation financière

a) La montée de l'instabilité financière

Mais la globalisation a dans le même temps rendu le système financier plus instable,

Le montant de la circulation du capital n'ayant plus rien à voir avec le volume des transactions de marchandises : (diapo)

- 1900 milliards de \$ de transaction fin / jour en moyenne en avril 2004 +36% depuis 2001 en volume
- 1200 milliards / pour transactions sur marchés produits dérivés +77% depuis 2001 en volume
- total = 3200 Mi\$

Transactions annuelles en b 10000MI de \$ si on divise par 365= 30 MI\$
En s 2000MI de \$ = 5 MI\$

Rapport: $35/3200 = 1\%$

100 fois plus en situation normale, 200 à 300 fois plus en période d'emballlement des marchés financiers.

L'ampleur des mouvements de capitaux est telle qu'il est devenu très difficile de contrer les paniques financières. Les réserves des banques centrales sont désormais insuffisantes pour s'opposer à une attaque spéculative de grande envergure. (Diapo)

avec des crises récurrentes :

- crise du surendettement du Mexique et du Brésil en 1982 puis d'une trentaine de pays latino- américains et africains,
- krach boursier de 1987 à la suite de l'éclatement de la bulle spéculative immobilière dans les grandes capitales,
- montée du déficit budgétaire mexicain et crise du peso en 1994 menaçant la stabilité d'autres devises de la région,
- crise de solvabilité du système bancaire thaïlandais en 1997 provoquant la dépréciation du bath et une contagion de la crise à la Corée, la Malaisie et l'Indonésie,
- crise du surendettement de la Russie puis du Brésil en août 1998,
- crise boursière mondiale depuis le 2ème semestre 2000,
- crise de l'économie argentine, au début de 2001

Les pays du Tiers Monde, et en particulier les pays émergents, ont été le théâtre des principales crises financières récentes: le Mexique en 1994, le sud-est asiatique dans son ensemble en 1998. Ces pays concentrent, en effet, les

principaux éléments de risque liés notamment à leur structure d'endettement.

Aucun pays, en effet, ne peut échapper aux contraintes d'un déficit structurel de ses comptes extérieurs, pas même les Etats-Unis : crise du dollar depuis 2003...

Le recours au financement externe ne peut qu'en reporter les effets dans le temps. Or, les PED non exportateurs de pétrole connaissent, depuis les années 1970, une dégradation des soldes de leur balance des opérations courantes. Se pose donc le problème de la couverture des besoins de financement des PED. L'épargne intérieure ne suffit généralement pas, le recours à l'épargne externe est donc indispensable mais dans la dépendance des financiers extérieurs.

S'il semble que le système d'intermédiation financière actuellement fondé sur le marché soit le seul système dont on dispose, en excluant tout retour à la fermeture ou à l'économie dirigée, les crises récentes ont montré que certaines conditions nécessaires à son bon fonctionnement faisaient défaut.

b) La montée des inégalités

On assiste à une concentration patrimoniale au Nord et au Sud et à un accroissement des inégalités Nord-Sud, mais si l'on prend en compte l'essor de la Chine et de l'Inde, les inégalités N/S régressent : étroitesse des gagnants même si élargissement du centre. Au N dans les pays développés on observe aussi montée des inégalités entre ceux qui profitent de la mondialisation et les autres, dans un ensemble économique globalement beaucoup plus riche qu'il y a 30 ans.

c) Interrogation sur la rationalité des marchés.

Il y aurait beaucoup à redire sur la notion de rationalité appliquée aux marchés financiers. Allan Greenspan, directeur de la Banque fédérale américaine, a récemment évoqué l'« *exubérance irrationnelle des marchés* ». A. Orléans ainsi que le courant de la régulation ont mis en évidence les phénomènes de comportements moutonniers, prophéties autoréalisatrices, emballement, bulles...

L'inégalité devant l'accès à l'information (les "comptes" d'Andersen pour Enron) ; l'aléa moral décrit le comportement d'un emprunteur de grande dimension qui prend des positions d'autant plus risquées qu'il sait bénéficier de l'aide d'un prêteur en dernier ressort (chaebols coréen, fonds LTCM...) ; les comportements moutonniers peuvent se transformer en « fuite vers la sortie de secours » à la moindre alerte et sans rationalité (effet de contagion de la crise

financière russe à l'Amérique latine).

d) La notion de risque systémique

Le risque systémique se définit comme un risque de déséquilibre majeur touchant l'ensemble du système financier et résultant de dysfonctionnements liés au fait que les interactions des anticipations et des comportements individuels, au lieu de déboucher sur des ajustements correcteurs, tendent à s'éloigner de l'équilibre.

Dans le domaine financier, le risque systémique est lié à deux phénomènes: le processus de contagion d'une place financière à une autre par une véritable réaction en chaîne, facilitée par l'interconnexion des places financières mondiales et la volatilité des capitaux et, un risque d'«illiquidité», voire d'insolvabilité qui, de la sphère financière et bancaire finit par atteindre l'ensemble de l'activité économique.

4. La difficile maîtrise des marchés financiers (diapo)

Des interrogations sur le fonctionnement du capitalisme contemporain et des prises de positions allant de la défense de l'orthodoxie du marché, à des propositions de réformes (dont la célèbre taxe Tobin), jusqu'à des revendications de transformation radicale du système financier international se sont développées au cours des dernières années. JE Stiglitz prix Nobel d'économie, ancien dirigeant de la BM et conseiller de B. Clinton écrit un livre en 2003 « Quand le capitalisme perd la tête ».

La tendance à l'instabilité des changes flottants et des marchés financiers a suscité dès le début des années 1980 une réflexion sur les voies et les moyens d'un renforcement des mécanismes de surveillance et de prévention des risques.

C'est pourquoi nombreux sont ceux qui réclament un renforcement des contrôles sur la transparence du marché en améliorant la diffusion et le contrôle de l'information, une réévaluation des risques encourus, un durcissement des obligations faites aux agents financiers en matière de capitaux propres et de réserves.

La mise en place d'instances de contrôle et de régulation soulève toutefois de nombreuses difficultés. Le rapport Davanne (*Rapport au Conseil d'analyse économique auprès du Premier ministre*, 1998) relève trois difficultés majeures:

-
- Il n'est pas facile de concilier le souci de la sécurité financière collective et le respect de la souveraineté nationale.

- Le traitement des crises nécessite une politique de prévention des facteurs de vulnérabilité très en amont.

Tout le problème est donc de parvenir à une coordination satisfaisante. Les trois grandes voies suivantes sont explorées pour renforcer l'efficacité du contrôle du système financier international.

a) L'élaboration de règles prudentielles internationales

Suite à une initiative de P. Volcker (président de la FED) en 1984, le comité de Bâle, réuni sous l'égide de la Banque des règlements internationaux et présidé par M. Cooke, a défini en 1988 un ratio de capitalisation (dit « ratio Cooke »). Il constitue

1 norme prudentielle inter : réserves égales à 8% des engagements des banques.

mais insuffisant vu la titrisation

D'où appel à des règles prudentielles issues de la profession : normes comptables, financières débouchant sur un autocontrôle de la profession :

« Gouvernance mondiale » des marchés fin s'intégrerait alors dans la « gouvernance d'entreprises »

Il faut toutefois savoir que de telles solutions durcissent généralement les conditions d'accès au crédit et se paient en terme de perte de croissance l'objectif d'efficacité est à mettre en balance avec celui de stabilité. Point de vue libéral.

Du côté des plus critiques on ne croit guère que la bonne gouvernance suffira...

b) La taxation des mouvements de capitaux

Une position plus critique consiste à mettre en cause l'ordre économique international, gangrené par la spéculation. La libération des marchés a gêné des comportements spéculatifs qui sont à l'origine d'une part importante mais difficile à mesurer, des transactions financières. Ils entraînent des booms suivis de krachs qui plongent l'économie réelle dans la récession L'activité économique tend alors à être à la remorque de la spéculation, avec une montée des inégalités sous le double effet d'un nouveau partage salaire-profit, et de la remise en cause des aides sociales et des services publics dans les pays dépendants des Programmes d'ajustement structurels mis en place par le FMI, suivant les principes du consensus de Washington.

Dès 1978, l'économiste keynésien James Tobin a suggéré l'idée d'une taxation des transactions de change dans le but de freiner les mouvements de

capitaux purement spéculatifs. Selon son expression, il s'agissait de « *jeter un peu de sable dans les rouages trop bien huilés de la finance internationale* ». Le montant de cette taxe devrait être très faible, de l'ordre de 0,5 % au maximum. En France, une proposition de loi sur l'instauration d'une telle taxe de 0,05 % a été rejetée le 23 octobre 1999.

L'intérêt de la taxe Tobin est double:

- La limitation des mouvements de capitaux permettrait de renforcer l'autonomie des politiques économiques.
- Elle pénaliserait la spéculation de très court terme, mais ne devrait pas freiner les mouvements de capitaux de long terme, moins déstabilisants et liés au financement des investissements. Pour un placement très long terme, le poids de la taxe est négligeable par rapport au rendement anticipé; il devient très lourd, voire dissuasif, pour un placement à tr court terme.

La volatilité des taux de change serait ainsi réduite.

Cependant, la faisabilité pratique de cette taxe pose de nombreux problèmes. Le rapport Davanne, par exemple, en distingue deux. D'abord, la difficulté, voire l'impossibilité, de distinguer les opérations purement spéculatives des opérations assurant une contrepartie d'une transaction sur biens et services; ces dernières risquent donc d'être indûment taxées. En outre, pour être efficace, cette taxe devrait être prélevée sur l'ensemble des places financières de la planète. Une telle perspective est peu probable; les États-Unis, notamment, ayant toujours été opposés à ce projet.

Autre piste dans cette logique interventionniste : le renforcement de la lutte contre la délinquance financière et les paradis fiscaux,

c) Instaurer une fonction de prêteur en dernier ressort au niveau international

Il s'agirait en fait d'un élargissement des moyens d'action du FMI et de la BRI. Selon M. Aglietta, « *le prêteur en dernier ressort interagit avec des marchés qui sont temporairement soumis à des cascades de ventes à sens unique les rendant incapables de se rééquilibrer* ». Une telle situation ferait du FMI un véritable embryon de banque centrale mondiale et lui donnerait un pouvoir considérable.

Trois critiques peuvent être faites. D'une part, le FMI ne dispose pas de l'assise financière suffisante pour résoudre les problèmes d'illiquidité des pays en crise. D'autre part, une telle mesure qui mettrait en place un véritable filet de sécurité conduirait les agents à prendre des risques accrus. C'est, encore une fois, le problème de l'aléa moral. Enfin, l'accès de plus en plus important des pays émergents à risque élevé aux marchés de capitaux privés rend inopérant le

principe de conditionnalité de l'aide du FMI qui contraint les États demandeurs à une discipline économique à travers les plans d'ajustement structurel.

Les crises récentes du système financier international, pour tragiques qu'elles soient pour les pays touchés, ont du moins le mérite de montrer les dangers et les limites de la globalisation financière. L'économie internationale est, en effet, passée d'un système régulé par les États et leurs banques centrales à un système reposant essentiellement sur les mécanismes de marché. Si les théoriciens du libéralisme insistent sur les avantages - par ailleurs indéniables - de la libéralisation *des* mouvements de capitaux, force est de constater que celle-ci rend largement caduques les formes traditionnelles de la politique économique.

Le défi des prochaines années pourrait donc bien être le suivant: comment parvenir à conserver les avantages de la globalisation financière tout en maîtrisant les risques? La réponse passe certainement par une réactivation de la coopération internationale en matière monétaire.

Aucune de ces mesures ne constitue une solution miracle mais chacune peut contribuer à faire diminuer le risque pays et le risque systémique.

Les crises récentes n'ont pas endigué la croissance des pays émergents qui semblent déjà connaître un rebond. En ce sens l'usage qui est fait du capital disponible s'avère déterminant, rappelant toute l'importance de la qualité de l'investissement. La globalisation financière même revue et corrigée ne peut offrir que des opportunités, nullement des garanties.