

## Constitution et fonctionnement du marché mondial des capitaux

On parle de « mondialisation financière » lorsque les capitaux courts peuvent circuler librement. De ce point de vue-là, nous pouvons retenir schématiquement 3 périodes dans la globalisation financière : de la « première mondialisation » à la crise des 1930s ; de la crise des 1930s aux débuts des 1980s ; et depuis les 1980s.

Le point commun entre les 2 mondialisations est la libre-circulation des capitaux courts, et donc la possibilité pour l'épargne internationale de financer les investissements des pays en besoin de financement ( $S - I < 0$ ). La quasi-totalité des économistes considère que la finance internationale est nécessaire ; certains considèrent qu'elle doit être régulée afin d'éviter la spéculation et les mouvements de capitaux trop volatiles.

### I- De la première mondialisation financière (1870s-1914) à la crise des 1930s

→La première mondialisation allait de pair avec un premier système monétaire international : l'étalon d'or (régime de changes fixes), dominé par la Grande-Bretagne. Les nations excédentaires étaient la France et la Grande-Bretagne, et les capitaux étaient pour les 2/3 à destination des pays en développement.

#### A) Généralités

##### 1- Un premier boom des flux financiers qui accompagne l'essor des flux commerciaux

Entre le milieu et la fin du 19<sup>e</sup> siècle, les placements anglais à l'étranger sont multipliés par 11, puis à nouveau par 2 entre 1902 et 1913. En termes de stock, la part des actifs détenus par les pays investisseurs dans le RDM passe de 57% du produit en 1870 à plus de 100% dans les 1900s : autrement dit, les investissements sont plus importants que le produit des pays investisseurs. D'où l'analyse de Lénine, dans *L'impérialisme, stade suprême du capitalisme*, (1916), dans lequel il considérait que les exportations de capitaux avaient tendance à remplacer les exportations de marchandises : « Ce qui caractérisait l'ancien capitalisme, où régnait la libre concurrence, c'était l'exportation des marchandises. Ce qui caractérise le capitalisme actuel, où règnent les monopoles, c'est l'exportation de capitaux »

##### 2- Pays exportateurs et pays d'accueil des capitaux :

Crédits bruts			Débits bruts		
	Montan t (millions de \$)	%		Montan t (millions de \$)	%
Royaume-Uni	18	40,9	Europe	12	27,3
France	9	20,4	Amérique latine	8,5	19,3
Allemagne	5,8	13,2	Etats Unis	6,8	15,5
Etats Unis	3,5	8	Asie	6	13,6
Autres	2,2	5	Afrique	4,7	10,7
Reste	5,5	13,2	Canada	3,7	8,4
			Océanie	2,3	5,2
Total	44	100	Total	44	100

En 1913, les deux grands pays investisseurs sont le Royaume-Uni et la France, qui à eux seuls représentent plus de 60% des exportations de capitaux (environ 40% pour le RU et 20% pour la France). Suivent l'Allemagne, les Etats-Unis et les autres pays d'Europe. Les capitaux se dirigent en partie vers les « pays neufs » : les Etats-Unis

reçoivent en effet en 1913 15% des capitaux exportés. L'Europe reçoit plus d'1/4 des capitaux, et un autre ¼ est exporté vers l'Asie et l'Afrique, cad les pays du futur tiers-monde. Comme l'écrit **Suzanne Berger**, « *des torrents*

*d'actions et d'investissements directs furent déversés des pays développés vers le Nouveau Monde et vers les pays en voie de développement aux marges de l'Europe et de l'Asie » (Notre première mondialisation, 2003).*

La destination de ces capitaux varie bcp en fonction des pays investisseurs : la Grande-Bretagne envoie la moitié de ses capitaux vers son Empire (*dont 10% en Inde*), tandis que la France et l'Allemagne investissent principalement à l'étranger (*à plus de 90%*). Les Etats-Unis investissent la moitié de leurs capitaux en Amérique latine.

### 3- Les obligations dominant

Lors de la première mondialisation, l'essentiel des émissions de capitaux prend la forme de **souscription à des emprunts obligataires**. L'Etat emprunte de l'épargne au RDM (*par exemple la Russie à la France*). Il affecte alors sa balance des paiements futurs : il faudra rembourser l'emprunt avec, en plus, des intérêts.

Les emprunts obligataires sont par la suite placés auprès du public par les banques des grandes places financières européennes. Ainsi, **60% des investissements britanniques et français se font sous la forme d'achat d'obligations**.

## B) Exportations de capitaux et croissance économique

→ Le déclin britannique de la fin du **19<sup>e</sup> siècle** s'explique par ces investissements ? Symétriquement, les croissances américaine et russe s'expliquent-elles par ces importations de capitaux ?

### 1- Le caractère profondément contra-cyclique des investissements du Royaume-Uni

**Michel Aglietta**, dans *La Fin des devises clefs* (1986) soutient l'idée selon laquelle le déclin anglais s'explique non pas par un manque d'épargne, mais par son utilisation dans le RDM. Il montre en effet le **caractère contra-cyclique des investissements britanniques à l'étranger**. Le boom des exportations du Royaume-Uni entraîne une stimulation de l'investissement afin de pouvoir être en mesure de répondre à cette demande supplémentaire (*à ce moment-là donc, la plupart de l'épargne est utilisée sur le territoire, donc les exportations de capitaux ralentissent*) ; l'utilisation de l'épargne augmente donc, de même que la production industrielle. Qui dit hausse de la production industrielle dit augmentation de l'emploi industriel, et du même coup des salaires. Les prix domestiques augmentent (*car on est dans la phase A du cycle*), ce qui améliore les termes de l'échange (*hausse relative du prix des produits industriels par rapport aux matières premières*), et donc les profits. Cette hausse des salaires entraîne une plus forte demande, et donc l'augmentation des importations britanniques. Mais si l'offre n'est pas élastique, alors les prix des importations britanniques augmentent. Du coup, les termes de l'échange britannique se détériorent, les profits baissent et on entre alors en phase B de l'investissement productif en Angleterre. Comme l'offre dans le RDM est limitée, les perspectives de profit y sont plus importantes : les capitaux partent alors s'exporter dans le RDM. Comme la plupart de l'épargne est alors exportée à l'étranger, l'investissement sur le territoire diminue, et donc la croissance aussi. Il en résulte une hausse du chômage, qui entraîne la baisse des salaires, ce qui va permettre une nouvelle hausse des profits.

### 2- Les déterminants et les effets des choix français restent l'objet de controverses

**Paul Leroy-Beaulieu** justifie les exportations de capitaux françaises par la phase de récession et la stagnation de **1873 à 1897**. A cette période en effet, la croissance française est bcp plus faible que la croissance britannique, et surtout que la croissance allemande (*le produit allemand augmente 10 fois plus vite que le produit français*) : la France se caractérise par la « croissance molle », la stagnation démographique, l'importance du taux d'épargne et la rareté des opportunités intéressantes. **D'où l'utilisation de l'épargne française à l'étranger** à cette époque.

D'autres auteurs **accusent les banques**, qui auraient dirigé l'épargne française vers l'étranger, et en particulier le Crédit Lyonnais, qui, à la fin du **19<sup>e</sup> siècle**, réalisait 30% de ses

profits grâce aux emprunts russes. **Aristide Briand** disait ainsi en **1910** « *L'or de notre pays ruisselle sur le monde entier et si l'on peut exprimer une inquiétude ou un regret, c'est qu'il n'en reste pas assez dans le pays lui-même* » (à l'époque, nombreux étaient ceux qui craignaient que l'exportation de capitaux soit la cause du chômage et de la stagnation économique en France).

Mais sans trop de risques, on peut affirmer que, sur la période, les investissements français ont davantage obéi à une **logique géopolitique** qu'à des déterminants de nature économique : l'Etat français utilisait en effet les exportations de capitaux comme un instrument politique, visant à casser l'alliance entre les Russes et les Allemands (**Entente des Trois Empereurs sous Bismarck, 1873**).

### 3- L'expérience américaine

Les Etats-Unis connaissent une vive croissance économique dans le dernier tiers du **19<sup>e</sup> siècle**. A partir de la guerre de Sécession, ils deviennent la première puissance industrielle mondiale (dès **1870**) tout en connaissant une forte croissance démographique. **L'insuffisance d'épargne domestique** nécessite alors un **apport important de capitaux étrangers** : l'endettement des Etats-Unis passe ainsi de 900 millions de dollars en **1831** à 2,5 milliards en **1900**. Les créances sont majoritairement détenues par des **agents anglais**. Toutefois, l'essentiel de l'investissement américain est **financé par de l'épargne nationale** : entre **1839** et **1869**, l'épargne des ménages augmente et les banques commerciales la mobilisent pour financer l'investissement.

### 4- Le financement extérieur de la croissance russe

**A. Gerschenkron** affirme qu'un pays en retard doit utiliser des **substituts** de toutes sortes pour rattraper les pays leaders. Le substitut que va utiliser la Russie est **l'épargne étrangère**, pour pallier le manque d'épargne nationale : à partir de la décennie **1890** en effet, le boom de l'investissement russe est majoritairement financé par les capitaux étrangers, tant et si bien qu'en **1914**, 50% de la dette russe est détenue par des non-résidents. Par ailleurs, la part du capital étranger dans le capital des sociétés industrielles atteint des proportions considérables : 40% du capital des firmes industrielles est en effet détenu par des étrangers. La France devient le principal créancier de la Russie.

## C) La fin de la première mondialisation

### 1- Des explications exogènes : Grande guerre, réparations et Grande dépression

La première mondialisation meurt avec la Première Guerre mondiale et les tentatives de restaurer une mobilité internationale des capitaux se brisent dans les **1920s**, avant de s'effondrer dans les **1930s**. La Première Guerre mondiale est l'occasion d'une première **intervention massive de l'Etat** : cette guerre a donc mis provisoirement fin au capitalisme concurrentiel et au libéralisme financier du **19<sup>e</sup> siècle**. Les Etats vont en particulier **limiter les mouvements de capitaux**, ce qui signe **l'arrêt de mort de l'étalon-or** : dès le **5 août 1914** en effet, la convertibilité du franc en or est suspendue, et dès **1915**, les Etats-Unis deviennent créanciers nets de l'Europe suite à un prêt de plus d'un milliard de dollars. Le contrôle des capitaux s'accroît dans les années qui suivent, en particulier lorsque les Etats-Unis interdisent les exportations d'or en septembre **1917**.

Le **Traité de Versailles (1919)** prévoit ensuite **d'importants mouvements de capitaux**, liés aux réparations. La France exigeait à l'Allemagne le règlement de 132 milliards de mark-or en guise de réparations : l'Allemagne doit payer 2 milliards de mark-or pendant 60ans et les exportations allemandes sont taxées à 26% pendant 30ans. A ce moment-là, **J-M Keynes** se fait connaître avec son pamphlet **Les Conséquences économiques de la paix (1919)**, dans lequel il fustige ces décisions : « *si nous cherchons délibérément à l'appauvrir, j'ose prédire que la vengeance sera*

*terrible* ». L'hyperinflation allemande de 1923 entraîne une multiplication des prix par un milliard, et en septembre 1924 le *plan Dawes* prévoit, outre une baisse du montant des

réparations dues à la France, un prêt international à l'Allemagne : les capitaux courts américains affluent alors massivement vers l'Allemagne. Mais tant que la question des réparations n'est pas réglée, il y a que peu de mouvements de capitaux, et avec la dépression des 1930s, l'embryon de système monétaire international, qui avait été mis en place à Gênes en 1922, disparaît. Les Etats se livrent alors à une « guerre des monnaies », chacun y allant de sa dévaluation pour répondre à son partenaire.

## 2- Des explications endogènes : la fin de la première mondialisation fut préparée par des failles avant 1914

Jacques Mistral, dans *Guerre et paix entre les monnaies* (2014) défend l'idée selon laquelle avant même la Première Guerre mondiale, les cercles vertueux que constituaient les exportations d'épargne anglaise, les importations de biens d'équipements produits en Angleterre, et l'offre de crédit par la place de Londres (*les banques britanniques recevaient les dépôts du monde entier*) commencent à s'effriter : de nouveaux pays industriels émergent, et cette concurrence rend la balance commerciale britannique de plus en plus déficitaire. Avant la Première Guerre mondiale, on est donc rentré dans une période de transition, avec des flux de capitaux différents et une concurrence croissante entre le dollar et la livre.

La première mondialisation intervient à une époque de tensions géopolitiques, marquées par l'impérialisme. Les guerres sont, dans la logique marxiste, le résultat de tensions croissantes entre nations impérialistes qui luttent pour se partager le monde. Au début du 20<sup>e</sup> siècle, on assiste à une course à l'armement en Europe, et cette escalade débouche sur la Première Guerre mondiale. On avait en effet atteint, selon Lénine, le stade impérialiste du capitalisme, marqué par la domination du capital financier, les exportations de capitaux, les monopoles, qui débouchait sur des luttes pour le partage du monde entre trusts internationaux.

## II- L'anémie de la finance internationale sous Bretton Woods (1945-1976)

→ Sous Bretton Woods, les mouvements de capitaux sont limités. Si on reprend le *triangle d'incompatibilité* de Mundell, Bretton Woods est d'une part des changes fixes, d'autre part des politiques monétaires autonomes et enfin la ferme régulation des capitaux courts. Les mouvements sont surtout publics, avec le *plan Marshall* puis l'Aide publique au développement du Sud dans le contexte de Guerre froide (*le but étant avant tout d'éviter que ces pays ne sombre dans le communisme*). Le système a toutefois été contourné avec les eurodollars.

### A) La reconstruction et le plan Marshall

Au milieu des années 1940s, les Etats-Unis sont les créanciers de l'Europe. Ils fournissent une aide d'urgence en 1946 pour la survie des populations, dans une Europe dévastée. Le *Gold Exchange Standard* s'organise désormais autour du seul dollar, désormais *as good as gold* (*monnaie de réserve internationale*).

Dans le même temps, l'URSS est auréolée par les partis communistes européens pour avoir participé à la libération de l'Europe du nazisme. Le général Marshall, de retour d'Europe, constate la grandeur prêtée à l'URSS. Les Etats-Unis changent radicalement d'attitude : ils tournent la page de l'isolationnisme qui les caractérisait dans l'entre-deux guerres et s'assument désormais comme puissance mondiale interventionniste. Alors que le Ministre des Finances Henry Morgenthau suggérait de réduire l'Allemagne à une existence pastorale en la désindustrialisant, de manière à l'empêcher de déclencher une nouvelle guerre (*plan Morgenthau*), l'administration Truman préfère adopter le *plan Marshall* (*de peur de retomber dans les désastres qu'une telle politique avait engendrés en 1923*), en versant, entre 1948 et 1952, \$33 milliards de capitaux publics en Europe. Ce crédit servait à payer des importations en provenance des Etats-Unis (*les Américains y trouvent un intérêt économique puisqu'ils sont en plein « dollar gap » : de nombreux pays européens n'ont pas suffisamment de dollars pour financer leurs importations depuis les*

USA, il fallait donc aux USA, pour développer leurs exportations, faire sortir massivement des dollars du pays). Le premier bénéficiaire de l'aide est l'Angleterre (plus de \$3 milliards), puis

la France (entre \$2,5 et 3 milliards), l'Italie (\$1,4 milliards), la future RFA (1,3 milliards), le Japon et les Pays-Bas. Avec cette aide, la plupart des pays d'Europe continentale retrouvent leur niveau de revenu par habitant d'avant-guerre en 1949, alors qu'aux Etats-Unis, il est de 60% supérieur en 1949 à ce qu'il était en 1939. Cette aide permet le développement des échanges internationaux. Dans les 1950s, les flux de capitaux diminuent. Mais cette diminution des flux est jugulée par la création des eurodollars.

## B) Le développement des euromarchés ou le premier pas vers la libéralisation financière

### 1- Définition

L'eurodollar est une monnaie internationale apatride, qui ne fait l'objet d'aucun contrôle. Un eurodollar n'est rien d'autre qu'un dollar placé dans une banque extérieure aux Etats-Unis ; en l'occurrence dans une banque européenne. Les eurodollars ne sont donc pas régis par les règles monétaires américaines. Le marché des eurodollars était donc un marché offshore, un « marché noir » du dollar, dont la création s'amorce dans les 1950s et se développe fortement à partir des 1960s. Ils constituent donc une brèche dans le système monétaire international de Bretton Woods.

### 2- Comment sont nés les eurodollars ? Guerre Froide, déclin de la livre et réglementation

Dans les 1950s, la banque centrale d'URSS et celle des pays de l'est qui ont des avoirs en dollars aux Etats-Unis craignent que ces avoirs ne soient confisqués par les Américains. Les banques centrales transfèrent donc leurs avoirs en dollars dans les banques européennes. La Guerre Froide entraîne donc le transfert de dollars des Etats-Unis vers l'Europe.

De plus, la crise de la livre en septembre 1957 remet en cause son utilisation comme monnaie internationale : du fait de la spéculation, son rôle international décline et la valeur de la monnaie baisse. De nombreux créanciers en livre convertissent alors leurs livres en dollars. Mais cela risque d'affecter gravement l'activité de la City à Londres ; Sir George Bolton (directeur de la banque BOLSA) va alors développer des activités internationales en dollars pour remplacer l'activité internationale en livres. Il est suivi par d'autres banques, qui vont inscrire dans leurs livres de compte des dépôts en dollars et accorder des crédits en dollars. Parallèlement, des banques américaines s'installent à Londres pour développer une activité de prêt en dollars.

Le troisième facteur du développement des eurodollars tient à la Régulation Q de 1933 (mesure du Glass Steagall Act dans le cadre du New Deal), qui avait pour but de plafonner les taux d'intérêts sur les dépôts bancaires. Cette réglementation poussa tout naturellement, dans les 1960s, les banques américaines à se développer sur le marché de l'eurodollar à Londres, où ces taux n'étaient pas plafonnés.

## C) Une partie du tiers-monde a de plus en plus accès à des transferts privés

### 1- D'abord, ce sont les flux publics qui dominent

Jusqu'au milieu des 1960s, les pays en développement reçoivent aides et des prêts, essentiellement publics (passant généralement par la Banque mondiale), afin de financer les tentatives d'industrialisation de ces pays. Les conditions financières de prêts sont intéressantes, les taux d'intérêts sont faibles.

A la fin des 1960s, un changement commence à s'opérer. Certains pays en développement vont avoir recours à des transferts tiers, de plus en plus privés, mais à des taux qui restent toutefois avantageux. En 1970, la dette des

pays en développement n'est pas mirobolante : elle n'atteint que 67 milliards de dollars (soit 14% de leur PNB), autrement dit le service de la dette<sup>1</sup> reste léger.

## **2- La montée de la dette des PED : les années 1970-1980s, un « bricolage dangereux » (Anton Brender, Florence Pisani)**

Avec la flambée du cours de l'or noir dans les 1970s, les réserves des banques centrales des pays producteurs de pétrole engrangent des dollars à un rythme effréné. Ces pays choisissent de confier cet argent à de grandes banques occidentales. Comme celles-ci ne voulaient pas laisser dormir ces sommes colossales, elles furent prêtées aux PED : c'est le *recyclage des pétrodollars*<sup>2</sup> En effet, bénéficiant d'un climat propice (taux d'intérêt faible), ces pays sont incités à s'endetter, à recourir au crédit, qui se fait en eurodollars. C'est alors que, pour éradiquer l'inflation, les Etats-Unis, avec l'arrivée de Volcker à la tête de la FED en 1979, augmentent le taux d'intérêt. Le service de la dette des PED s'alourdit alors énormément, leurs termes de l'échange se détériorent, si bien que le Mexique fait banqueroute en 1982, et sera rapidement suivi par le reste de l'Amérique latine (Brésil, Argentine,..) ainsi qu'une partie des pays d'Afrique.

Le FMI et la Banque mondiale vont alors consentir à de nouveaux prêts aux PED, conditionnés à l'application de *plans d'ajustement structurels (PAS)* : c'est une véritable fuite en avant, qui consiste à emprunter toujours plus. Le *plan Brady* (1989) en est une belle illustration : on proposait d'échanger aux pays en développement des réformes libérales (*mise en place d'une économie de marché*) contre des réaménagements de leur dette (*rachat d'une partie de leur dette*). C'est également le moyen, pour les institutions financières internationales (*FMI et Banque mondiale*) de modifier radicalement le financement international : on passe d'un endettement auprès des banques (*intermédiation de bilan*) à une finance de marché.

---

<sup>1</sup> Charge de remboursement annuel et de paiement des intérêts. Les remboursements diminuent l'encours (*le stock*) de la dette, sauf si ces remboursements sont compensés par de nouveaux flux d'endettements. Le service de la dette dépend de

l'encours de la dette et des taux d'intérêt. Comme la dette est généralement contractée en dollar, le service de la dette dépend du taux de change du dollar.

<sup>2</sup> Il s'agit de recycler les dépôts à court terme des pays pétroliers en prêts à long terme aux PED : c'est ce qu'on appelle la « transformation des échéances »



### III- La globalisation financière depuis le début de la décennie 1980

#### A) La libéralisation financière

→ La mondialisation financière est passée par 3 étapes : le contournement des réglementations de Bretton-Woods

(1), l'arrivée de **Volcker** à la tête de la FED en **1979** et l'arrivée au pouvoir de majorités néolibérales dans la foulée

(2), et enfin l'intégration de certains pays émergents d'Asie et d'Amérique latine dans la finance mondiale (3)

#### 1- La première étape de la mondialisation financière (1976-1979)

Les réglementations de Bretton-Woods ont tenté d'être contournées dès les **1960s**, en particulier avec le marché des eurodollars, qui participe de l'effondrement du système. Les euromarchés continuent leur développement avec le recyclage des pétrodollars. Le passage *de jure* aux changes flottants est ensuite décidé les **7 et 8 janvier 1976** avec les **accords de Kingston**. Ce passage est la première victoire du néolibéralisme, son principal thuriféraire, **Milton Friedman**, critiquant en effet systématiquement les changes fixes. Désormais, ce sont les **marchés qui fixent les taux de change**. Malgré la victoire du néolibéralisme, les idées keynésiennes continuent de dicter les politiques monétaires de **Jacques Chirac** en France et de **Jimmy Carter** aux États-Unis. Entre **1976** et **1979**, nous sommes donc du point de vue idéologique dans un « entre-deux », avec d'un côté un système de change d'inspiration libérale et une conduite des politiques économiques d'obédience keynésienne. Ces accords de Kingston consacrent toutefois la « *seconde mort de Keynes* » (**Jacques Rueff**, dans *Le Monde* en **1976**), et les choses vont évoluer à partir de l'arrivée de **Volcker** à la tête de la FED en **1979**.

#### 2- La seconde étape de la mondialisation financière (1979-1990s)

Le tournant néolibéral s'établit véritablement dans l'année **1979**. **Paul Volcker** prend la tête de la FED, et **M. Thatcher** arrive au pouvoir en **mai 1979**. Elle sera suivie en **1981** par **R. Reagan** aux États-Unis. **J-M Daniel** dans *Ricardo revient ! Ils sont restés keynésiens...* (2012) considère que le keynésianisme change de bord et est devenu de droite<sup>3</sup> puisqu'il **diminue les impôts** : les réformes fiscales de **Reagan** de **1981** et de **1986** font en effet passer le taux d'imposition de la tranche maximale de 75% à 28%. On assiste alors à la révolution des « 3D » (**H. Bourguinat**) : **l'ensemble des restrictions aux mouvements de capitaux sont supprimées**. Le contrôle des changes est supprimé en **1979** au Royaume-Uni, le but étant d'instaurer plus de concurrence sur les marchés et de revenir sur les limitations qui empêchaient jusqu'alors les non-résidents d'investir sur les marchés nationaux. En **1986**, **Thatcher** lance son **Big-Bang** (*libéralisation des marchés financiers et réduction de la fiscalité sur les transactions financières*) qui conduit à la multiplication des *Golden Boys* ». L'Europe se dirige vers la monnaie unique, censée permettre l'ouverture des marchés financiers.

Les **seconds marchés**<sup>4</sup> sont également mis en place : en **1983** en France et en **1987** en RFA. En France, la mesure la plus importante est l'ouverture du marché monétaire aux agents non-financiers *via* la loi de **décembre 1985**, qui crée des **titres de créance négociables** : les agents économiques (*hormis les ménages*) peuvent désormais se financer sur les marchés en émettant des certificats de dépôt (*pour les banques*), des billets de trésorerie (*pour les entreprises*), des bons du Trésor à court terme (*pour l'Etat*). Par ailleurs, les fortes fluctuations de taux d'intérêt et de taux de change rendent nécessaire la mise en place de **marchés de couverture** : le MATIF est créé en France en **1985**, et offre aux investisseurs la possibilité de se couvrir contre les fluctuations du taux d'intérêt ; le MONEP est ouvert en **1987** et offre aux investisseurs la possibilité de se couvrir contre le risque de perte lié à la volatilité des cours

<sup>3</sup> Le keynésianisme de gauche augmente les dépenses, le keynésianisme de droite réduit les impôts : mais dans les deux cas, cela conduit à une augmentation des déficits.

<sup>4</sup> Marché financier dédié à la cotation des PME

boursiers. Les deux fonctionnent grâce aux mécanismes de spéculation ; on tente donc de réunir liquidité, rendement et sécurité.

Enfin, de nouveaux acteurs montent en puissance : ce sont les « Zinzins » (*investisseurs institutionnels*) tels que les *hedge funds*, les fonds de pension, les compagnies d'assurance, qui ont en commun de gérer de l'épargne collective et des sommes considérables.



Les

### fonctions de la finance pour P-N Giraud (2009) :

Selon P-N Giraud (*Le Commerce des promesses*, 2009), la finance a 5 fonctions dans une économie :

- **Une fonction de transfert de richesse dans le temps** : un agent économique qui épargne souhaite disposer plus tard des sommes correspondantes pour consommer ou pour les transférer à d'autres individus. Il est donc nécessaire que ces fonds soient placés (*et non thésaurisés*) afin de produire un revenu qui doit, au minimum, assurer la compensation d'une dépréciation éventuelle liée à l'inflation. Ce revenu ne peut être produit que si les fonds ainsi placés sont utilisés par un agent économique pour produire des richesses nouvelles
- **Une fonction de gestion des risques** : un agent qui réalise un transfert de richesse dans le temps est soumis à des risques de baisse des cours. La finance permet de réduire le risque en le répartissant (*mutualisation des risques*)
- **Une fonction de mise en commun des richesses** : le recours aux marchés financiers est un moyen (*pour les sociétés entre autres*) de se procurer des capitaux par émission de titres
- **Une fonction d'information** : les marchés permettent la diffusion de l'information, et ce d'autant plus que le marché est large. Cette information est publique (*on connaît le cours des titres, des taux d'intérêt, des taux de change*), et elle est utilisée par les agents pour prendre leurs décisions.
- **Une fonction de règlement** : les places financières permettent de gérer de façon efficace et peu coûteuse les règlements (*transactions sur les biens et services...*) grâce aux moyens techniques informatiques

### **3- La troisième étape de la mondialisation financière (1990s-2007):**

La troisième étape est l'incorporation de certains pays émergents dans la finance globale, ainsi que le développement de la finance structurée<sup>5</sup>. La décennie 1980 est dominée par la gestion de la crise de la dette dans les pays en développement. Mais dans les 1990s, les Etats-Unis, qui connaissent leur « dix glorieuses », voient leur déficit s'effondrer puis un excédent apparaître. De retour à une situation d'excédents, les Etats-Unis décident dans les 1990s de diriger à nouveau leurs capitaux vers le tiers-monde. Les marchés financiers de ces pays sont ouverts

« de force » aux non-résidents au moyen des PAS. Mais la mise en place de celles-ci entraîne la crise des pays émergents, qui intervient dès 1994 avec le Mexique. Toutefois, après la crise Internet (2001), le *paradoxe de Lucas* (« *Why Doesn't Capital Flow From Riches to Poor Countries ?* », 1990) se refait jour : les pays émergents qui connaissent une croissance rapide fondent essentiellement leur croissance sur une épargne domestique importante, et les flux de capitaux Sud-Nord se développent, du fait notamment des excédents chinois et des pays producteurs de pétrole, qui prennent la direction des pays les plus développés.

---

<sup>5</sup> La finance structurée est l'ensemble des activités et des produits mis en place pour apporter des financements aux acteurs économiques. Elle vise à améliorer la liquidité des marchés et la gestion du risque de crédit. Elle contribue à l'explosion du marché des produits dérivés (*marché où s'élaborent des contrats pour fixer le prix d'achat futur d'un actif, de façon à se prémunir contre les variations erratiques des taux d'intérêts, des taux d'inflation ou des taux de change*) dans les 1990s.

## ECONOMIE

### **Le paradoxe de Lucas (1990) :**

Avec l'accélération de la mondialisation financière, on pouvait s'attendre à ce que les flux de capitaux allant des pays riches aux pays pauvres augmentent pour le bien de toutes les nations : selon le modèle de croissance néoclassique bifactoriel standard, les pays pauvres, dotés abondamment de main d'œuvre mais très faiblement de capital, offrent des perspectives de rendements fortes (*des taux de rentabilité marginale du capital élevés*), censées attirer les capitaux des pays riches. Mais Robert Lucas, dans un article de 1990, montra que les flux de capitaux des pays riches vers les pays pauvres étaient en réalité très modestes et nettement inférieurs à ce que prédisait la théorie. C'est même davantage l'inverse qui s'est produit ! Les pays avancés enregistrent un déficit de leurs paiements courants, tandis que les économies émergentes (*Chine, Inde, Brésil,..*) connaissent un excédent.

## B) Les raisons de l'extension mondiale des activités bancaires et financières

→L'extension mondiale des activités financières s'explique en premier lieu par le relâchement de la réglementation, mais aussi par l'émergence des nouvelles technologies informatiques, qui permettent une baisse des coûts de transaction et la réalisation d'un volume de transactions beaucoup plus conséquent (*un certain nombre d'opérations sont automatisées*). De plus, la fiscalité est de plus en plus clémente comme en témoigne le développement des paradis fiscaux, et le secteur financier est le moins taxé des secteurs. En outre, l'internationalisation des processus productifs a conduit à l'essor des FMN et des flux d'IDE. Mais au-delà de ces aspects techniques, des éléments plus profonds expliquent l'extension de ces marchés.

### 1- Des fondements théoriques

Les thèses d'**Eugène Fama** sur l'efficacité des marchés financiers<sup>6</sup>, développés dans les **1960s**, développent l'idée selon laquelle les marchés ont une supériorité sur d'autres formes d'allocations de capitaux, du fait de **l'efficacité informationnelle** : l'information sur le marché boursier circulant instantanément, le prix est nécessairement le bon signal, et les cours varient donc toujours au « juste prix ». Les agents étant supposés rationnels, ils réagissent presque instantanément et de façon correcte. De plus, les spéculateurs sont nécessaires car ils endossent le risque dont essayent de se décharger les investisseurs. Cette hypothèse des marchés efficients a joué un rôle important dans la création d'un climat intellectuel et politique favorable à la libéralisation des marchés financiers et donc à la globalisation financière.

La **théorie du cycle de vie** de **Franco Modigliani (1954)** permet également d'expliquer l'extension des marchés. Elle expliquera, des années après sa parution, pourquoi la globalisation financière est une « **aventure obligée** » pour reprendre le titre de l'œuvre éponyme de **Michel Aglietta (1990)** : du fait des différences de structure par âge entre les pays, certains d'entre eux se retrouvent en besoin de financement (*ceux dont la population est jeune*) alors que d'autres dégagent une capacité de financement (*ceux dont la population est d'âge mûr*). L'extension des marchés financiers permettrait alors à **chacun d'obtenir les capitaux qui lui sont nécessaires**.

---

<sup>6</sup> Pour Eugène Fama, un marché financier est dit efficient s'il conjugue :

- **Efficiency allocationnelle** : la libre circulation des capitaux doit conduire à une allocation optimale des capitaux, en particulier dans les régions où le capital est le plus rare (*et donc le mieux rémunéré*)
- **Efficiency opérationnelle** : ce transfert dans les pays à faible intensité capitalistique est censé avoir un effet favorable sur la productivité et donc sur la croissance



*Efficienc e informationnelle* : l'information est reflétée par les prix du marché. Cela permet un meilleur partage international des risques, puisque chaque opérateur sur le marché des capitaux va diversifier son portefeuille, ce qui, au total, conduira à répartir ces risques sur un grand nombre d'opérateurs et minimiser les conséquences en cas de survenance d'un risque

## ECONOMIE

### La contestation keynésienne de l'efficacité des marchés

Mais certains travaux insistent sur l'existence d'agents « irrationnels », qui adoptent un comportement

« moutonnier » (grégaire) conduisant à un emballement des cours à la hausse ou à la baisse. Robert Shiller et George Akerlof dans *Les esprits animaux* (2009) mettent ainsi l'accent sur le comportement mimétique des agents sur les marchés.

L'inefficacité des marchés peut également s'expliquer par des comportements rationnels au niveau individuel : les comportements mimétiques peuvent en effet être rationnels, et expliqueraient la formation des bulles sur les marchés. Cette théorie des bulles spéculatives a pour fondement une analyse célèbre de Keynes à partir de **l'exemple célèbre du concours de beauté** : on présente aux lecteurs d'un journal un certain nombre de photos en leur demandant de voter pour désigner le gagnant de ce concours, et on accordera un prix à celui qui aura fait le même choix que la majorité des votants. Dans de telles conditions, le joueur qui veut gagner ne doit pas exprimer ses propres préférences subjectives, mais il doit s'efforcer de deviner quelles seront les préférences de la majorité.

Mais comme tous les joueurs ont le même comportement, on se trouve en présence d'une situation « spéculative », puisque chaque agent s'efforce d'imiter les autres qui sont en train de l'imiter.

Si le développement de la finance a donc permis aux agents de mieux gérer leurs risques individuels, il a transféré ce risque au niveau du système (« risque de système »), ainsi devenu éminemment instable (Reinhart et Rogoff,

*Cette fois, c'est différent. Huit siècles de folie financière, 2010*)

#### **2- La victoire des épargnants de plus de 40ans qui s'opposent au financement monétaire des déficits publics parce qu'ils craignent l'inflation (P-N Giraud, *Le Commerce des promesses*, 2009)**

Dans la première édition du *Commerce des promesses* (2001), P-N Giraud affirme que les Etats, au début des 2000s, représentent les intérêts des baby-boomers. Ceux qui sont nés entre 1944 et 1964 ont bénéficié de l'inflation (les revenus étaient indexés sur l'inflation), qui leur a permis de se constituer un patrimoine immobilier en remboursant à des taux d'intérêt faibles. De plus, ils ont été marginalement touchés par le chômage lorsqu'ils sont entrés sur le marché du travail donc ils ont pu commencer à cotiser pour une retraite pleine. Puis à partir des 1980s, ils entrent dans la deuxième phase de leur cycle de vie : le ralentissement de l'inflation leur permet de devenir épargnant net : le logement est en effet payé, les enfants entrés dans la vie active, le ménage peut donc épargner pour sa retraite (qui est complète car ils n'ont pas été touchés par le chômage). La libéralisation financière correspond donc aux intérêts des baby-boomers, devenus épargnants nets, qui refusent désormais que leurs intérêts soient captés par d'autres : désormais en effet, les déficits ne sont plus monétisés (financés monétairement, d'où le risque

d'inflation) mais titrisés (placés sur le marché via émission de titres) et ainsi financés grâce à la mobilité internationale du capital.

### C) Le retour des crises financières et une certaine renationalisation financière

Avec la mondialisation financière, les crises réapparaissent de manière de plus en plus fréquente : crise mexicaine (1982), crise boursière internationale (1987), crise du peso au Mexique (1994) qui se répandra dans toute l'Amérique du Sud (« effet tequila »), crise asiatique (1997), crise russe (1998), éclatement de la bulle Internet (2001), crise argentine (2000-2001), crise brésilienne (2002), crise des subprimes (2007-2008), crise des dettes souveraines en Europe (2009)

La multiplication des crises, avant même la crise de 2008, conduit certains pays à durcir le contrôle des changes pour limiter les entrées de capitaux. En effet, lorsque les capitaux sont très mobiles, ils peuvent facilement entrer...et facilement sortir. Les entrées de capitaux entraînent une augmentation de la demande de la monnaie nationale, qui a donc tendance à s'apprécier, ce qui peut poser des problèmes de compétitivité-prix. La crise asiatique est une illustration des conséquences potentiellement dévastatrices d'une entrée de capitaux trop importantes, comme nous le montre Paul Krugman dans *Pourquoi les crises reviennent toujours* (2008). Avec la crise de 1997, on assiste à un retour du contrôle des capitaux en Malaisie ou en Russie. On commence par ailleurs à s'intéresser au modèle chilien des « encaje », mené depuis 1991. Après avoir subi une crise sévère en 1981 suite au retrait des investisseurs, les dirigeants ont décidé d'encadrer strictement les marchés financiers. Désormais, les individus qui veulent investir au Chili sont contraints de maintenir 30% de leur capital sur un compte non rémunéré à



la Banque centrale pour une durée d'au moins un an, afin de limiter la volatilité des capitaux. Grâce à ce système, le Chili n'a pas été touché par la crise mexicaine de 1994. De même, le

Brésil a mis en place en 2009 une taxation de 2% sur les entrées de capitaux à court terme (*investissements de portefeuille*). L'objectif est de limiter l'entrée de capitaux, qui accélère la valorisation du real, et grève la compétitivité des exportations brésiliennes.

### Conclusion

Le monde est passé d'une logique d'endettement à une logique de marchés financiers dans les 1990s. Il en a résulté un passage à des crises d'endettement (comme le Mexique en 1982) à des crises de marchés de capitaux, dont le nombre a explosé depuis les années 1990. La crise des *subprimes*, révélée après la faillite de Lehman Brothers le 15 septembre 2008, a plus que jamais posé la question de la régulation de la finance mondiale. Le monde ne peut se passer de la finance, il a besoin d'elle, mais à condition qu'elle soit mieux régulée. C'est le but qui était recherché à travers les *accords de Bâle* successifs.

Aujourd'hui, l'intensité des flux d'épargne a explosé (5200 milliards de dollars par jour). Et, contrairement au modèle classique, ces transferts ne se font pas des pays riches vers les pays pauvres mais bien des pays pauvres vers les pays riches : c'est ce paradoxe, inspiré du *paradoxe de Lucas*, que soulèvent A. Brender et L. Pisani dans *La Crise de la finance globalisée* (2009).