Chapitre 3 : Constitution et fonctionnement du Marché Mondial des Capitaux

Introduction

Globalisation financière = constitution d'un vaste marché unifié des capitaux fonctionnant à l'échelle de la planète. C'est une des dimensions de la mondialisation en général.

Mondialisation /Globalisation

Phénomène complexe, la mondialisation recouvre une grande diversité de processus.

Elle correspond **d'abord** à l'ouverture des éco nationales aux transactions internationales et au dvpmt des échanges de B et S. ➔Dimension internationale.

C'est, **ensuite**, la mobilité internationale des facteurs de production, et plus particulièrement des kx, que l'on désigne par globalisation financière. Le vecteur le plus important de ce mvmt est constitué par les mvmts internationaux de K, et plus particulièrement par les IDE, réalisés par les FTN. ➔Dimension multinationale.

+ Dimension facteur travail, bien que moins étudiée par les économistes.

Enfin, la mondialisation est un processus d'interpénétration croissante des éco nationales, donc d'effacement progressif des frontières, d'affaiblissement des régulations nationales et de déterritorialisation des activités éco. C'est dans le domaine de la finance que la globalisation des m est la plus poussée, avec une mobilité quasi parfaite des flux financiers à l'échelle de la planète.

Ouverture des économies :

Sans plus de précision, l'ouverture renvoie aussi bien à la **dimension financière** qu'à la **dimension commerciale** et peut désigner aussi bien **l'interdépendance croissante** des écos que la **modification de l'univers réglementaire** entourant les flux internationaux (pol d'ouverture).

L'ouverture mesure le rapport entre les flux internationaux et la P° des différents pays. Sa dimension commerciale est ainsi mesurée par le tx d'ouverture du PIB (= rapportant les X au PIB). Sa dimension financière est appréhendée soit par les flux de K rapportés au PIB (par ex flux sortants des IDE sur PIB), soit par le rapport des stocks au PIB (taille des portefeuilles internationaux ou stock des IDE sur PIB).

L'ouverture peut également renvoyer à l'univers réglementaire dans lequel les flux se dvppent. L'ouverture des éco désigne alors la suppression des barrières aux échanges de B et S d'une part (barrières tarifaires et non tarifaires) et à la circulation des K d'autre part (convertibilité des monnaies, suppression des mesures de contrôle des changes).

On a l'habitude de dater ce phénomène à partir des réformes des années 80, d'abord dans les PD puis dans les PED dans les années 1990 : on parle de Deuxième Globalisation. On a une Première Globalisation qui apparaît avant la 1ère GM (1870 – 1914 → correspond globalement à la mise en place de l'étalon-or).

Sujets :

« Le financement des économies émergentes ».

Un écueil à éviter est de réduire le sujet à la période contemporaine.

Donc l'objectif de la 1ère partie est de mettre en perspective cette 2e globalisation par rapport à la 1ère. Ce parallèle entre les 2 globalisations est essentiel. Il faut comparer les caractéristiques de la 1ère et de la 2nde : quelles sont les forces motrices, l'ampleur, a nature des flux de Kx, etc. de ces 2 globalisations ? De cette comparaison, il s'agira de développer des enseignements.

Puis, l'objectif sera, sur cette base historique, de faire le bilan du fonctionnement d'un marché mondial (avec théories de la finance, puis confrontation à l'histoire). Point historique sur l'internationalisation financière

Sur la base de ce constat (L'efficacité de la globalisation dépend largement du cadre institutionnel qui encadre le fonctionnement des marchés, cela justifie de s'intéresser à la façon dont le système est réglé), dans une 3e partie, on parlera de la régulation : comment la finance mondiale est régulée depuis les années 1980 ? Pourquoi y a-t-il encore des crises ? Quelles perspectives aujourd'hui ? On peut nourrir l'espoir d'une régulation automatique des marchés. Mais cette auto-régulation est loin de fonctionner parfaitement : multiplication des crises financières → Quelle façon pour améliorer la régulation de la globalisation ?

Partie 1 : D'une globalisation à l'autre : histoire de l'internationalisation financière

Jacques ADDA :
A partir des années 1980, les pouvoirs publics prennent des mesures pour constituer un vaste m unifié des K à l'échelle de la planète. Ce phénomène, qualifié de « globalisation financière », n'est toutefois pas inédit dans l'Histoire. Déjà, les 40 années précédant la 1ère GM avaient connu un essor spectaculaire des flux internationaux de K dans un cadre de stabilité du à la généralisation de l'étalon-or et l'hégémonie britannique. Si la « seconde » globalisation présente des traits communs avec la première, elle s'en distingue aussi nettement par sa profondeur et sa logique.
Le choix de la libéralisation et de l'ouverture financières fait l'objet, dans les années 80 – 90, d'un large consensus au sein des organisations internationales. Il s'appuie sur l'espoir d'un financement plus facile, moins cher et plus sûr des économies nationales et doit contribuer positivement à la croissance et à la stabilité de l'éco mondiale. Pourtant, depuis les années 1980, la croissance est instable et inégale selon les pays et le bilan de la globalisation est mitigé. Ce constat incite à une ouverture encadrée et plus progressive des systèmes financiers internationaux.

La globalisation financière s'inscrit dans une tendance séculaire depuis le XIXe

Cf. texte dossier p.9 → Texte hors programme mais intéressant car il permet de mettre en avant une idée : on a tendance parfois à voir les années 80 comme une rupture avec la globalisation financière qui serait une nouveauté dans le système économique. En réalité, si on replace la globalisation actuelle dans l'histoire longue, on se rend compte en fait que c'est plutôt la période qui va de la crise de 29 à 1980 qui correspond à la mise en place d'un système financier régulé par un système financier keynésien, plus raisonné, cloisonné dans le cadre des accords de BW. Ce texte montre que les premières opérations internationales ont accompagné les premiers échanges internationaux avec l'essor même du capitalisme (XIIe siècle). Plusieurs étapes à l'internationalisation financière :

- financement du commerce international (lettre de change = forme d'innovation financière)
- financement des Etats Nations
- révolution industrielle

Au regard de l'Histoire longue, la période d'encadrement de la finance internationale qui suit la crise de 1929 et se déploie au sein du système de BW constitue une parenthèse que la déréglementation des années 80 a refermée.

⇨ *L'économie mondiale connaît une première globalisation dans le cadre de l'étalon-or*

→ Cf. schéma dossier p.14

• La finance se déploie dans un cadre international depuis les origines du capitalisme

Cette dynamique s'accélère sous la RI. Les gains de productivité, issus des nombreuses innovations industrielles, nourrissent un mode d'accumulation très inégalitaire qui expose le centre de l'UE à une contrainte de débouchés et un sous-emploi chronique. L'UE exporte ses hommes et ses produits manufacturés. Les flux internationaux de K constituent le complément indispensable de ces mouvements au sein de **« *l'économie-monde européenne* »** en expansion. (Fernand BRAUDEL). Près de 40 millions d'iii quittent l'UE entre 1865 et 1914 pour gagner en priorité les territoires peu peuplés d'Am (USA, Canada, Argentine, Brésil) ou d'Océanie. L'UE investit dans ces territoires pour y exploiter

des MP qu'elle importe à faible coût. Elle y finance aussi les infrastructures qui permettent d'unifier le m intérieur et de renforcer les capacités d'X. Ces K assurent la solvabilité de ces économies qui peuvent ainsi acheter à l'UE les produits manufacturés et les services (transport, services financiers,…) qui sont nécessaires à l'industrialisation.

• **Dans cette éco mondiale très hiérarchisée, les flux financiers internationaux sont concentrés et centrifuges**

A la veille de la 1GM, les 3 premiers investisseurs mondiaux **(UK, Fr, All**) détiennent à eux seuls **les ¾ des actifs placés à l'étranger**. **Les pays de l'UE représentent 86% du total**. Les K se dirigent vers une dizaine de pays que l'on peu qualifier, de façon anachronique, de « pays émergents ». Les K se dirigent d'abord vers les pays de peuplement UE mais ils prennent également la direction de la « semi-périphérie » de l'économie monde composée de pays indépendants politiquement mais placés sous la dépendance éco du centre européen (UE de l'est, Afrique du N, Moyen Orient). Plus qu'une compétition entre les grandes puissances, les **investisseurs traduisent un partage du monde en zones d'influence**. ***Ex :*** *En 1913, 58% du stock d'I Fr à l'étranger est placé en UE et en Russie contre 6% des I U-K. A l'inverse, 53% des K U-K sont placés aux USA et en Amérique Latine contre 16% du stock Fr.*
Le degré d'intégration financière peut être estimé à partir des soldes courants des BP des grands pays. Selon M.OBSTFELD et A.TAYLOR (2002), entre 1880 et 1913, le solde courant moyen des 13 principaux pays UE atteignait en moyenne 3,5% de leur PIB. Il faudra attendre les années 2000 pour retrouver un tel niveau d'intégration financière internationale. Ces flux de Kx nourrissent les stocks d'I à l'étranger qui, selon P.BAIROCH seraient passés de 2milliards de dollars en 1840 à 44 milliards en 1913.

• **Deux facteurs ont favorisé cette expansion : la généralisation de l'étalon-or dans le quart du 19ème et l'hégémonie britannique**

Ces deux facteurs garantissent un cadre monétaire stable propice aux placements à l'étranger. Les investisseurs peuvent se faire rembourser leur avoir en or ce qui réduit les risques de change. Dans un cadre de libre circulation des K, le choix des changes fixes impose en outre une forte contrainte monétaire aux autorités budgétaires et monétaires (cf. **Triangle de *MUNDELL***). L'engagement pour la stabilité monétaire, véritable « *constitution monétaire non écrite* » (AGLIETTA) jouit d'une crédibilité totale qui rassure les investisseurs. Elle explique la stabilité des taux d'intérêt à LT pendant la période. La centralisation du système financier international autour de la livre sterling et de la City rend possible un pilotage unique de la liquidité internationale par la BoE qui régule le système par la variation de son taux d'escompte.

⇨ *La globalisation est freinée pendant un demi-siècle*

• **Cette dynamique est enrayée par les désordres monétaires de l'entre-deux guerres**

L'instabilité des changes et la multiplication des défauts de paiement (***Ex** : défaut de paiement de l'Etat russe en 1917*) perturbent les échanges de K. Le retour à l'étalon-or des principales puissances occidentales, au milieu des années 1920, permet bien une reprise des mouvements internationaux de K mais cette expansion se fait sur des bases fragiles sanctionnées par la crise de 1929. Les dévaluation successives et l'adoption de mesures protectionnistes conduisent à une fragmentation du système financier international (bloc sterling, bloc dollar, bloc or…). Selon TAYLOR (1996), les transferts nets d'épargne tombent sous les 2% pendant les années 30.

• **Ce coup d'arrêt est prolongé par la mise en place d'un cadre réglementaire contraignant destiné à stabiliser une finance jugée intrinsèquement instable**

Le contrôle des changes est un élément central du système de BW. Il rend compatible la fixité des changes et l'autonomie des politiques nationales (cf. **Triangle de *MUNDELL***). A. BRENDER et F.PISANI (2007) évoquent une « *économie mondiale sans système financier international* ». Les m nationaux sont cloisonnés, l'IDE est encadré par des règles strictes (autorisations administratives, secteurs fermés, conditions d'exécution locale, encadrement du rapatriement des profits). L'accès aux différents compartiments du marché des K est réservé à un nombre retreint d'acteurs qui se voient imposer des règles strictes : encadrement du crédit, taux d'intérêt administrés, séparation des activités bancaires). **Dans ce système, les DFI ont vocation à rester limités et passagers.** Du moins, ils ne dépassent pas, en moyenne, 1,5% du PIB en 1945 et 1975.
I et S sont fortement corrélés au plan national, signe d'une faible intégration financière internationale. **Le financement international, résiduel, est essentiellement public qu'il soit bilatéral (plan Marshall, Aide Publique au Développement) ou multilatéral (Droits de Tirages du FMI, prêts de la BM).**

Avant la mise en place d'une éco d'endettement international autour des euro-dollars, les flux internationaux privés jouent un rôle marginal dans le financement des écos.

⇨ *Depuis les années 1980, la finance se déploie de nouveau à une échelle internationale*

• **La reprise de la tendance à la globalisation s'effectue d'abord par le développement du marché des euros-dollars**

Le retour à la convertibilité des monnaies UE et la reconversion de la City en 1958, autorisée à recueillir les dépôts en dollars et à les traiter pour pallier le déclin de ses activités traditionnelles en livres sterling, permettent l'essor de ce m qui échappe largement aux règles nationales. Il se nourrit ensuite de la **« *négligence bienveillante* »** des USA à la fin des années 1960 avant d'exploser avec le « recyclage des pétro-dollars ». Il en résulte une perte de contrôle des autorités monétaires nationales. **Dans un contexte de contestation de l'hégémonie américaine et d'érosion de la coopération monétaire internationale, ces difficultés conduisent à l'adoption progressive des changes flexibles** qui ne rendent plus nécessaire les mesures de contrôle des Kx.

• **Les années 1980 entérinent le démantèlement du cadre réglementaire**

Ce démantèlement s'effectue avec ce qu'Henri BOURGUINAT appelle les « ***3D*** » (déréglementation, décloisonnement, désintermédiation). Progressivement, les règles encadrant la finance sont levées, les cloisons entre les m abaissées. Le mouvement est initié dans les pays anglo-saxons avant de s'étendre à l'ensemble des PD, nourri par ce que E.HELLEINER nomme la **« *dérégulation compétitive* »**. A la libéralisation précoce de Wall Street en 1975**,** répond le « Big bang » de la bourse de Londres en **1986**, suivie des autres places UE, avec notamment la modification, en 1989, du statut des agents de change de la bourse de Paris qui ouvre la profession, très fermée, à la concurrence. Le contrôle des changes est abandonné en UK dès 1979, et fortement assoupli au Japon en 1980 ; la France le supprime progressivement dans la deuxième moitié des années 80. **Les politiques d'encadrement des IDE laissent place à des politiques de promotion du territoire national (incitations fiscales, agence de promotion nationale, simplification administrative)**. En UE, la libéralisation a lieu dans le cadre de la **relance du Marché Commun prévue par l'Acte unique de 1986**. En **1992, le Traité de Maastricht** stipule ainsi que « ***toutes les restrictions aux mouvements de Kx entre les Etats membres et les pays tiers sont interdites*** ».

Les différents compartiments se fondent dans un m unique fonctionnant en continu et accueillant de façon tjrs plus large et de moins en moins réglementées les opérateurs du monde entier. L'essor des NTIC facilite et accélère la diffusion de l'info et le traitement des opérations financières internationales.

La seconde globalisation diffère de la première

Certes la seconde globalisation présente de nombreux traits communs avec la première : son rythme, ses liens avec le dynamisme du commerce et la baisse du coût du transport et des communications, son caractère très hiérarchisé. Elle est toutefois très différente de la première, notamment à la suite de son accélération dans les années 1990-2000.

⇨ *La globalisation financière a changé d'échelle*

• Jusqu'au début des années 1990, la globalisation financière s'apparente à un simple retour à la logique d'avant-guerre

Des auteurs, comme R.BOYER, relativisent alors l'importance prise par les flux de Kx et leur caractère inédit. Le paradoxe identifié par FELDSTEIN et HORIOKA dans un célèbre article de 1980 pour les années 1960-70 reste valable dans les années 1980. Contrairement à certains discours sur la disparition des frontières des éco nationales, l'S et l'I semblent encore corrélés significativement. Selon FELDSTEIN & HORIOKA, constat de la persistance d'une forte corrélation entre l'S nationale et l'I national contrairement aux attentes dans une éco qui apparaissait de plus en plus ouverte et devait donc échapper à la contrainte de financement d'une éco cloisonnée.

• Mais, dans les années 1990, la globalisation financière connaît une nette accélération.

Ainsi, selon le rapport de la **Banque des Règlements Internationaux (BRI)**, en avril 2013, les échanges quotidiens sur le m des changes s'élèvent en moyenne à près de 5300 milliards de dollars contre moins de 600 milliards en 1989. C'est près de 90 fois le montant des échanges internationaux de B et S enregistrés par l'OMC (22 195 milliards de dollars pour l'ensemble de l'année 2012). En moins d'une semaine, les transactions sur le m des changes dépassent les échanges internationaux de B et S d'une année entière. Le total des actifs placés à l'étranger atteint plus de 400% du PIB des PD.

• Cette dynamique résulte d'un double mouvement d'élargissement et d'approfondissement.

Le mouvement, d'abord limité aux PD, gagne les PED à la faveur des PAS imposés par les bailleurs internationaux aux pays frappés par la crise de la dette. Les Kx du Nord prennent la direction des pays désormais qualifiés « d'émergents » par le m financiers. Les bourses de valeurs y connaissent un développement très rapide même si leur capitalisation est encore loin d'atteindre celle des PD.
***Ex** : avec 1337 milliards de dollars en 2009, la Bolsa de Valores de Sao Paulo, Bovespa, est encore loin de la capitalisation de celle de NYC (11 838 milliards de dollars). Sa capitalisation a néanmoins été multipliée par plus de 10 entre 2002 et 2009, contre une hausse d'à peine 30% pour la NYSE-Euronext.*
Nombre de ces bourses ont été crées lors de la première globalisation (la plus ancienne, la Bombay Stock Exchange, date de 1875, Bovespa date de 1890) mais elles n'avaient alors joué qu'un rôle marginal dans le financement des éco.

Ce mouvement d'élargissement se double d'un mouvement d'approfondissement, nourri par une innovation financière incessante et l'essor de la gestion collective de l'S par les Zinzins (fonds de pension, compagnies d'assurance, fonds communs de placement) qui drainent l'S nationale pour l'investir dans le monde entier. **Les actifs gérés par ces Zinzins dépassent 71 000 milliards de dollars en 2009, soit 120% du PIB mondial.**

⇨ *La globalisation financière a changé de logique*

• **<u>La nature des placements a profondément évolué</u>.**

Dans un contexte de stabilité monétaire, les flux d'I de la première globalisation reposaient sur un nombre limité de pdts financiers, essentiellement à LT et publics, comme les **« *consols* »** de l'Etat UK (=obligations perpétuelles à coupon fixe). Au contraire, dans le contexte d'instabilité de la seconde globalisation, les flux à CT prennent de l'importance et l'innovation financière multiplie les produits et les possibilités d'arbitrage, notamment sur le m des pdts dérivés. Ces derniers ne constituent pourtant pas vraiment une nouveauté puisque le premier véritable m à terme organisé est le **Chicago Board Trade créé en 1848**. Mais ils se dvppent considérablement pour répondre aux besoins de couverture des agents contre la volatilité des cours. Il s'étendent progressivement à tte la gamme des pdts physiques (agricoles, énergétiques, miniers) et surtout aux pdts financiers (devises, TI, actions, indices), ou encore aux aléas climatiques, aux émissions de carbone,… **Les m d'options se multiplient : l'International Monetary Market de Chicago (1972), le London Financial Future Exchange (1982), ou encore le Marché des Options Négociables de Paris (1987)**.

• **<u>Les flux de Kx servent plus à diversifier les portefeuilles qu'à réaliser des transferts internationaux d'épargne</u>**

Les flux croisés de K entre les PD constituent ainsi l'essentiel des flux de Kx. Par exemple, les fonds de pension US peuvent acheter de la dette publique UE et les compagnies d'assurance Fr peuvent acheter de la dette publique US. La somme des positions créditrices nettes ne représente au milieu des années 2000 que 10% du stock total de K placés à l'étranger : 90% de ces I correspondent donc à ces échanges croisés. A titre de comparaison, à la veille de la 1GM, les positions créditrices nettes des principaux pays européen couvraient la moitié environ des K placés à l'étranger.

• **<u>Les flux nets entre les pays du N et les pays du S se sont inversés depuis 1997</u>**

Les flux croisés se sont donc substitués aux flux unidirectionnels et centrifuges de la première globalisation. Pour BRENDER & PISANI, cette inversion des flux correspond à une « *division internationale de la prise de risque financier* » qui prend sa source dans l'inégal développement des systèmes financiers nationaux. Du fait de la priorité accordée au développement industriel, les systèmes financiers des PED sont peu développés et incapables de gérer les risques inhérents au financement du processus de développement. Les politiques de libéralisation prônées parle FMI se sont révélées trop précoces et ont conduit à une grande instabilité. Pour s'assurer contre la forte volatilité des K extérieurs et les arrêts brutaux (« *sudden stop* ») qu'elle engendre, les pays émergents accumulent des réserves de change. Celles-ci sont essentiellement placées en titres souverains des Etats développés qui offrent à la fois une forte sécurité et une grande liquidité. Ces flux de kx S-N permettent aux PD de financer à moindre coût leur déficit courant ainsi que les sorties de kx à plus LT, comme le IDE de leurs firmes à destination des PED.

Les PED utilisent ainsi les systèmes financiers des PD pour gérer le risque du financement de leur développement tout en dégageant globalement une capacité de financement vàv des pays riches, ce qui limite leur dépendance.

Etude des docs annexes :

Cf. dossier p.9 : Jacques ADDA :
On se rend compte que c'est plutôt la période qui va de la crise de 1929 à 1980 qui correspond à la mise en place d'un système financier régulé, cloisonné. Il montre que les premières opérations financières internationales ont accompagné l'essor du commerce international, avec l'apparition du Kisme lui-même. Ce texte retrace ensuite les différentes étapes de la finance internationale, en

commençant par le financement du commerce international, avec notamment ***les lettres de change*** **➔exemple d'innovation financière**.
PUIS financement des Etats-Nations récents.
PUIS la RI marque une nouvelle étape de la finance internationale avec le dvpt industriel. La RI donne juste un coup d'accélérateur.
Cela conduira après cette période avec la seconde industrialisation.

F.BRAUDEL :
Economie monde = espace économique plurinational (mais pas mondial) → ensemble des pays non unifiés politiquement mais hiérarchisés/organisés dans une logique centre – périphérie. Ce n'est pas un espace confondu avec le monde entier. C'est une éco qui forme le monde.
Avec la globalisation, tous les pays sont progressivement intégrés à l'économie-monde.
Le Centre = ensemble des éco qui sont en concurrence pour l'hégémonie, celles qui modèlent la DIT en fonction de leurs besoins et de leurs intérêts et qui déterminent les termes de l'échange.
La périphérie = ensemble des pays qui sont dans une relation de domination par le Centre : ils s'intègrent à l'économie monde par la DIT modelée par l Centre, dépendant financièrement et politiquement du Centre.

« Economie – Monde » (F.BRAUDEL) est un espace économique pluri-national (mais pas mondial) → ensemble de pays non unifiés politiquement mais organisés selon une logique centre – périphérie. Ce n'est pas un espace confondu avec le monde entier. C'est une éco qui forme le monde. L'ensemble de ces pays reliés entre eux forme une Economie-Monde.
Aujourd'hui, l'Economie-Monde se confond presque avec le monde entier ≠ XIXe siècle où :

- **Centre = Europe** (R-U, France, Allemagne, …)
- **Périphéries =**
  1) Pays du Peuplement Européen : USA, Canada, Australie, Argentine, Uruguay, etc. → pays ayant acquis leur indépendance politique et économique ;
  2) Semi-périphérie : Russie, Egypte, Empire Ottoman → pays ayant acquis une indépendance politique mais qui vont vite dépendre économiquement du centre (pays en difficulté économique) ;
  3) Périphérie : Colonies (Afrique subsaharienne notamment).

La quasi totalité du monde est progressivement intégrée à ***l'économie-monde UE*** :

- **d'abord l'Amérique latine** à la suite de la découverte de l'Amérique et de sa conquête par l'Espagne et le Portugal. Vidées de leurs populations, mise au W forcée dans les mines pour approvisionner les cours d'UE en métal précieux. Mise en place progressive de cultures de plantation.
- **L'Afrique** reste longtemps hors de l'économie-monde UE. Connectée à l'économie-monde UE par la Traite des Noirs et le commerce triangulaire, ce n'est pas le Centre UE qui organise cette DIT mm s'il en profite. Les UE laissent aux Africains et aux Arabes le soin de l'organiser. Sauf l'Afrique du S qui bénéficie d'un climat plus UE, il faut attendre la fin du 19ème pour voir l'UE s'imposer politiquement en Afrique et mettre en place l'éco de traite.
- **En Asie,** l'intégration à l'économie monde se fait aussi par la force. La domination politique est directe en Inde ou plus indirecte, en Chine via la signature des « Traités commerciaux inégaux » imposés par la force après les guerres de l'opium au milieu du 19ème.

On a donc une première mondialisation très hiérarchisée: les flux de kx sont très concentrés : ils viennent du centre. Cela concerne essentiellement les flux d'I à LT à l'étranger, ce qui est parfaitement cohérent avec la stabilité offerte par l'étalon-or. On a bcp d'obligations d'Etat et d'obligations émises par les sociétés de chemin de fer. Pas bcp de diversification des pdts financiers.

Cette première globalisation est arrivée à un degré d'intégration financière assez élevée. **Page 21**.

- Le premier indicateur est de regarder le déséquilibre courant des pays : plus il y a de transfert d'S entre pays, plus l'éco mondiale est intégrée → **Cf. graphique de *TAYLOR***.
- Le deuxième indicateur s'appuie sur la corrélation entre l'I et l'S nationale. Permet d'obtenir un indice d'ouverture à l'éco mondiale. **Paradoxe de FELDSTEIN–HORIOKA** : mesure la corrélation entre l'I et l'S aux USA : cette corrélation apparaissait très forte : surprenant car on considérait à l'époque que l'éco était très ouverte : l'I et l'S auraient du être décorrélés. **Dans les années 90**.

➔ Pas forcément facile de savoir quand s'arrête et quand commence la première globalisation : on retient **1929** pour la fin (coup d'arrêt à cause de la très grande instabilité monétaire). Puis mise en place de mesures d'encadrement de la finance.
➔Quand reprend l'internationalisation financière ? **1980** : élection de **REAGAN et THATCHER**. Pol de la ***Négligence Bienveillante*** aux USA. La reprise de l'internationalisation commence en fait dès 1958 (reconversion de la City et apparition du m international des kx en dollar).

On retrouve les deux globalisations sur les *graphiques*.

→ ***Cf. dossier p.22 + graphique p.4***

Les économistes mesurent le degré de libéralisation du système financier → pas facile mais ils arrivent à construire des indices synthétiques qui traduisent se degré de libéralisation :

- Encadrement du crédit : les banques sont contraintes sur la qté de crédits qu'elles peuvent accordés donc on peut orienter les crédits vers certains secteurs que l'on juge plus prometteurs. Pendant les 30G, ces mesures d'encadrement du crédit étaient très généralisées.
- Encadrement du taux d'intérêt.
- Contrôles d'entrées dans le secteur financier.
- Règles qui encadrent l'accès des acteurs aux différents compartiments du marché financier.
- Propriété des banques (→ est-ce qu'elles sont publiques ou privées ?).
- Contrôle des changes : liberté de circulation des capitaux.

Sur chacun de ces éléments, on a des règles en place que l'on peut juger plus ou moins sévères.
On peut chiffrer ces indices de 0 à 1, puis faire une moyenne qui nous donne un résultat entre 0 et 1 (cf. dossier).

C'est surtout dans les années 90 que l'on a une accélération de l'ouverture des capitaux pour les PED (+ tardive que pour les PD) dans le cadre des PAS malheureusement cela se traduira assez rapidement par des crises à la fin des années 90.

En fonction de la valeur de l'indice obtenu, on peut considérer que le pays a un système réprimé ou libéraliser (→ établissement de seuils de libéralisation).
Doc. p.22 → comparaison entre 1973 et 1996. A partir de 1996, on voit que tous les PD sont soit largement libéralisés soit totalement libéralisés (pas de réprimés) alors qu'en 1973, la France, l'Italie et le Japon avaient des systèmes réprimés (contrairement à l'Allemagne). Pour les PED, c'est plus tardif. Seuls 2 pays avaient un système très libéralisé dans les PED en 1973 : Hong Kong et Singapour. Mais en 1996, on a une libéralisation plus large (presque totale) des PED.

→ ***Cf. thèse des 3D de BOURGUINAT*** : déréglementation, décloisonnement, désintermédiation.

Il faut réussir à mettre en perspective les caractéristiques de la 1ère G°et de la 2ndeG°.
→ ***Cf. graphique p.23***

Caractéristiques	1ère Globalisation	2nde Globalisation
Montant/Echelle	Flux nets (DFI, DCI en % PIB) → DCI = Déséquilibres Courants Internationx Flux bruts = flux à sens unique (pays émetteurs vers pays receveurs) → donc pas vraiment de différences entre flux bruts et flux nets. Economie monde européenne	Flux nets = 3 – 4% PIB Flux bruts = flux croisés (répond à une logique de diversification des portefeuilles). Le stock de K est élevé = 400% du PIB des PD (contre 50% en 1970 ; 150% dans les années 90) et 5300 milliards de $ échangés par jour (chiffres de BRIO, 2013) Elargissement
Nature des flux de capitaux En termes nets	Long terme Produits financiers peu diversifiés IDE minoritaires Quelques grands émetteurs (Centre Europe) Receveurs un peu plus nombreux Centrifuges	Flux à CT très élevés Innovation financière qui démultiplie les produits IDE élevés Emetteurs un peu plus nombreux Quelques grands receveurs (→ USA : 2/3 dans les années 2000) Centripètes (années 80 et 2000)
Logiques	Transfert d'épargne des pays à capacité de financement (centre européen) vers des pays à besoin de financement (pays neufs, de peuplement européen, semi périphérie = les « pays émergents » de l'époque)	Transfert d'épargne **+** Diversification de portefeuille → Flux bruts élevés Flux croisés « Division internationale de la prise de risque financier » A.BRENDER & F.PISANI ➔ Flux centripètes Ce concept permet d'avancer que les pays émergents peuvent bénéficier de la globalisation financière même s'ils sont émetteurs nets de capitaux

Il est possible de comparer les deux mondialisations financières à partir des DFI.

3 éléments de la première mondialisation peuvent paraitre paradoxaux aujourd'hui :

- La relation négative entre la balance commerciale et la balance négative ➔ corrélation fortement positive aujourd'hui
- L'orientation des transferts d'épargne du centre vers la périphérie ➔ les flux sont aujourd'hui centripètes et non plus centrifuges
- La polarisation plus importante des excédents : les pays du centre sont en excédent alors que les pays de la périphérie sont en déficit. Aujourd'hui, c'est l'inverse : pays de la périphérie (Asie et OPEP) financent le centre

L'avant guerre est considéré comme l'âge d'or de la finance ➔ vrai par de nombreux aspects :

- Quantitatifs : le stock des capitaux britanniques investis à l'étranger est multiplié par 4 entre 1875 et 1913 et celui des français par 3.
- La City de Londres est le cœur financier du monde
- Le Crédit Lyonnais devient la plus grosse banque mondiale
- Pour autant cette mondialisation est loin d'être aboutie.

• **« *Un début de démondialisation financière* », Christian CHAVAGNEUX**

Plusieurs indices traduisent un repli de l'internationalisation de la finance :

- La corrélation entre l'épargne et l'investissement domestique n'a cessé de se renforcer dans les pays de l'OCDE depuis 2007 et de manière particulièrement importante dans les pays de la zone €. (données de la BCE).
- La diminution des activités bancaires internationales : L'activité internationale des établissements bancaires a reculé de 20% entre 2008 à 2013 (données de la BRI).
- Les évolutions les plus sensibles sont enregistrées en Europe, après la crise de la zone €.
- Le changement des législations depuis les années 2000 : certain contrôle des K (à nuancer) → Retour de certaines mesures protectionnistes en matière financière :
  1) Plusieurs pays, au nom de ''patriotisme économique'' ont mis en place des mesures ou simplement exercé des pressions pour s'opposer à la prise de contrôles des grandes entreprises nationales par les investisseurs étrangers.
  2) La multiplication de traités bilatéraux favorisent également certaines mesures de contrôles des capitaux et des mesures de contrôle des changes ont été instituées en Malaisie, Thaïlande, Corée du Sud, Brésil, Chili …

On peut rapprocher ce mouvement du premier mouvement de démondialisation qui avait suivi la 1GM et surtout la crise de 29 :

- mesures protectionnistes ➔ freinent le développement des échanges
- replis nets des flux financiers dû à l'instabilité monétaire et financière
- généralisation des mesures de contrôles des changes
- corrélation entre investissement et épargne nationale qui se renforce

Les économistes restent tout de même partagés sur cette prospective et nuancent les évolutions en cours. Ces mouvements de repli sont tout de même principalement inhérents à la Z€, et les évolutions sont partielles.

Partie 2 : Bilan de la globalisation

Un schéma d'ensemble

Dans les années 80 – 90, le choix de la libéralisation, de l'ouverture financière, faisait partie d'un certain consensus. Les grandes organisations internationales (FMI & BM surtout mais aussi OCDE, UE) préconisaient la libéralisation des OP financières et l'ouverture des éco nationales aux K étrangers (= un des éléments du consensus de Washington) → ***Ex** : Acte unique européen (1986) prévoit la suppression progressive de toutes le entraves à la circulation des K* ➔ *libéralisation prônée entre les pays européens mais aussi vis-à-vis du RdM*. Réformes conduites dès les années 80 dans les PD et plus tard dans les PED notamment par le biais des PAS. Tout ceci va modifier les cadres institutionnels. Espoir : ceci devrait engendrer plus de croissance, plus de dvpt.
A partir de la fin des années 90, ce consensus commence à être questionné, notamment car les crises financières se multiplient surtout dans les pays émergents (Mexique en 94, pays asiatiques dans les années 97 – 2000) mais aussi dans les PD (crises bancaires, crise du SME). Remise en cause de la libéralisation d'un côté et de l'ouverture de l'autre. Toutefois, cela n'empêche pas le processus de se poursuivre.
La crise de 2008 est venue renforcer encore ces interrogations, ce qui rend cette question très actuelle. Quels sont les espoirs mis dans ce mouvement de globalisation ? Quelles sont les craintes que l'on peut formuler ?

1) Espoirs et craintes de la globalisation

→ Cf. dossier schéma p.1
Faire le bilan de la globalisation, c'est juger les choses autour de **3 critères :**

- **Efficacité** : est-ce que la globalisation soutient la croissance économique ? Croissance éco plus forte ou plus faible ?
- **Stabilité** : la croissance sera-t-elle plus stable ?
- **Equité** : quel effet la globalisation a sur les inégalités (inégalités entre les pays ou à l'intérieur des pays) ?

En quoi consiste la globalisation financière ? En plein de choses, souvent résumées par les « 3D » de BOURGUINAT : déréglementation (suppression des règles encadrant les comportements sur le marché), décloisonnement (suppression des barrières empêchant les échanges sur le marché), désintermédiation (bancaire). Il faut relier ces 3 éléments à certaines choses : l'accès au financement ; le coût du financement ; diffusion de l'info ; gestion des risques.

Aux débats traditionnels sur les bienfaits et méfaits de la finance généralisée, ce sont ajoutés de nouveaux arguments qui intègrent les institutions dans ce phénomène. On peut se demander si les effets de la généralisation de la finance sur les institutions sont positifs ou négatifs.

Espoirs et craintes de la globalisation

⇨ *Les espoirs mis dans la libéralisation financière*

• L'approche traditionnelle

◊ Un financement plus facile, moins cher et plus sûr

La globalisation doit permettre un financement plus facile, moins cher et plus sûr de la croissance économique.

Pourquoi plus facile et moins cher ? Parce qu'avant la globalisation financière (càd avant les 3D), on avait des éco d'endettement cloisonnées (encadrées) et des marchés financiers qui étaient peu dvpés et très encadrés (→ c'est ce qu'on a sous BW). L'essentiel du financement de l'éco repose sur le financement bancaire. Dans cette situation, le financement de l'éco est aux mains de quelques grandes banques qui forment un oligopole bancaire. En situation oligopolistique, les producteurs pratiquent des prix plus élevés qu'en concurrence donc ils prélèvent une rente, par conséquent le coût de financement risque d'être élevé.
2e critique à ce système avant la globalisation : les banques en question rendent difficile l'accès au financement/crédit pour les projets les plus innovants, les acteurs les plus récents (petits), ce qui peut rendre difficile l'innovation.
➔ Financement qui risque d'être coûteux et discriminant.
Dans ce cas, l'espoir mis dans la globalisation : faciliter l'accès au financement et ???????
La désintermédiation offre des sources de financement nouvelles par des marchés. La mise en concurrence des acteurs du système financier permet de faire baisser les marges d'intermédiation.
Mise en concurrence ➔ baisse des marges d'intermédiation ➔ baisse du coût de financement ➔ hausse des investissements ➔ hausse de la croissance.
De manière plus générale : on facilite la rencontre entre les agents en besoin de financement et ceux en capacité de financement par l'intermédiaire des marchés financiers.
L'innovation financière est renforcée, entretenue par la déréglementation/mise en concurrence des acteurs, ce qui permet d'inventer des produits financiers de plus en plus diversifiés qui permettent de gérer les contradictions potentielles entre les intérêts des agents à capacité de financement et les agents à besoin de financement. Chacun trouvera dans les différents produits financiers proposés, les produits adaptés à leur aversion au risque donc ces produits vont pour tous les agents à capacité de financement. Primes de risque + primes de liquidité ➔ baisse le coût du financement. On peut espérer avoir un financement moins cher et plus accessible pour les agents ➔ investissement et croissance plus forts.

Mise en concurrence :
Avant la réforme des années 80, on avait des marchés très cloisonnés avec des oligopoles bancaires nationaux :
Oligopoles bancaires nationaux ➔ rente ➔ coût de l'intermédiation élevé ➔ coût du financement élevé ➔ Faible croissance.
Or, avec plus de concurrence, on supprime la rente des oligopoles donc le coût de l'intermédiation est plus faible ➔ Augmentation de la croissance.

De plus, pendant cette période, le financement est discriminant : les autorités encadrent le crédit : quotas de crédit à respecter (on accorde les crédits aux clients les plus sûrs) ➔ en créant plus de concurrence : suppression de l'encadrement du crédit, on espère faciliter le financement des projets les plus innovants. ***Exemples : Apparition de nouveaux marchés :***

- ***NASDAQ*** *aux* ***USA*** *qui est un marché sur lequel sont cotées les entreprises innovantes (surtout valeurs technologiques), il présente donc plus de risques.*
- *« **Nouveau Marché** » en **France***
- ***Business Angels*** *aux* ***USA*** *→ des E innovantes peuvent être financées par des investisseurs qui sont prêts à prendre des risques importants (E non cotées)*

Mise en concurrence des acteurs qui découlent du décloisonnement, de la déréglementation et de la désintermédiation des marchés (règle des 3D de BOURGUINAT).

Pourquoi ce financement est moins cher ?

- Les **marchés financiers** qui sont plus profonds et plus liquides sont **moins chers** car on a une **déréglementation**, une **ouverture**. Moins le placement est liquide, plus le taux d'intérêt est élevé car on incorpore des primes de liquidité. Plus les marchés sont profonds et liquides, plus c'est favorables au financement de l'économie vu que les taux d'intérêt sont plus bas (car baisse des primes de liquidité).
- **L'innovation financière** doit elle aussi permettre un financement moins cher → permet une gestion collective de l'épargne par exemple.

Le financement peut aussi être plus sûr tout en étant moins cher et plus facile ➔ efficace.

Economies d'endettement cloisonnées

Dans l'ancien système (éco d'endettement cloisonnée), le risque est essentiellement géré par les banques car financement de l'éco repose essentiellement sur le crédit bancaire. Le principale risque = risque de crédit (risque que le crédit ne soit pas remboursé ➔ risque de crise financière). Autre risque important : risque de liquidité. Le risque de crédit est géré par les banques (qui peuvent contrôler ce risque en étudiant les projets présentés par leurs clients → relation continue de clientèle), le risque de liquidité est essentiellement géré par la BC.

Comment la finance de marché permet-elle de gérer les risques pas forcément mieux mais au moins aussi bien ?

Economies de marchés financiers libéralisées

La gestion du risque dans une finance généralisée se fait sur les marchés financiers, notamment par l'intermédiaire de la diversification des portefeuilles (qui permet d'absorber les chocs que subi l'éco). Donc le décloisonnement permet aux acteurs du système financier d'intervenir sur tous les marchés. A cela s'ajoute la circulation de l'info sur les marchés par l'intermédiaire des agences de notation, de conseillers financiers, de cabinets d'audit, de la gestion collective de l'épargne avec les investisseurs institutionnels (ex : fonds de pension, fonds commun de placement qui collecte l'épargne aux particuliers et place cette épargne sur le marché). Enfin, la gestion du risque passe aussi par l'innovation financière (titrisation, produits dérivés).
La titrisation des crédits va entraîner une répartition du risque entre plusieurs acteurs.

Les prêteurs veulent conserver une plus grande liquidité pour leur épargne, ils veulent limiter le risque. Les emprunteurs, eux, ont des projets à LT qu'ils veulent financer et ils veulent prendre des risques. C'est le rôle des marchés financiers que de rendre compatibles ces intérêts contradictoires.

Titrisation des crédits : crédits immobiliers, crédits à la consommation, crédits aux E. Inconvénient des crédits ? **Tous les risques sont concentrés sur un seul acteur : la banque prêteuse**. La titrisation des crédits va consister à transformer en titres financiers, échangeables sur le marché, les crédits accordés par les banques. Cela passera par la création d'un Fonds financier, qui est l'émanation de la banque (= crée par la banque). Ce Fonds va racheter les crédits bancaires aux banques. Pour financer ce rachat, il va émettre des titres. Ces titres vont être achetés par les investisseurs. Les agents qui s'étaient endettés vis-à-vis de la banque remboursent leurs emprunts (paient leurs échéances normalement). La banque joue toujours le rôle d'intermédiaire mais transfère ces remboursements au Fonds qui est le véritable propriétaire. Le Fond reçoit donc régulièrement des flux financiers qui lui servent à rémunérer les détenteurs des flux financiers qu'il a émis.

Avantages d'un tel processus ?

- **pleins d'acteurs supportent une petite partie du risque global** → répartit le risque entre un plus grand nombre d'acteurs qui sont chacun moins exposés.
- Les **titres sont cessibles** sur le marché et donc l'actif est beaucoup plus attractif.
- Le **Fonds en question peut acheter différents types de crédits** : des crédits risqués et moins risqués → il se constitue un ***pool de crédit***.

- Le **Fond émet différents types de titres financiers**.

➔ Facilite l'accès au financement ; le rend aussi moins cher ; financement plus sûr aussi car le risque apparaît mieux géré que dans le système de départ.

Ce mécanisme est au cœur de la crise financière de 2008 + innovation financière majeure.

De manière générale, la globalisation doit permettre une meilleure gestion des risques. C'est donc l'idée d'un financement plus sûr, grâce notamment à la diversification des portefeuilles. On peut considérer aussi que l'information circule mieux sur le marché → avec la déréglementation, on a l'apparition d'institutions financières spécialisées qui sont en concurrence et qui permettent une bonne circulation de l'info sur les marchés (ex : investisseurs institutionnels, produits dérivés) ➔ Augmentation de l'efficience des marchés.

Les risques ne sont pas forcément mieux gérés que sous l'éco d'endettement cloisonnée, mais globalement, elle doit les gérer aussi bien.

◊ Des transferts internationaux d'épargne qui soutiennent la croissance et favorisent un « rattrapage » économique

Ouverture financière ➔ transferts internationaux d'épargne (DFI) ➔ desserrent la contrainte de financement des économies ➔ croissance économique.
Ceci est favorable à la croissance car ça desserre les contraintes de financement des économies nationales, l'investissement national n'est plus bridé par l'épargne nationale disponible.
Ces DFI ne menacent pas la stabilité de l'éco mondiale si les marchés financiers fonctionnent bien, si l'information circule bien, si les agents ont des comportements rationnels, etc., cad qu'ils se résorbent naturellement sans crise financière, ils restent soutenables.
Avantages :

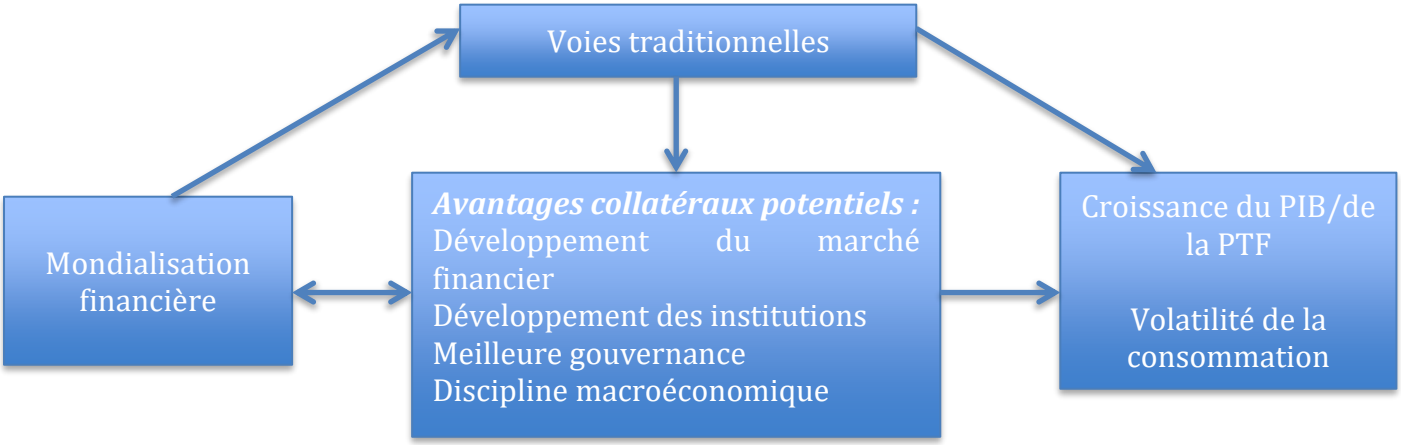
- **Permet d'absorber les chocs conjoncturels**, ce qui permet de stabiliser la croissance → *Ex : recyclage des pétro-$: choc pétrolier = négatif ; années 2000 (pressions déflationnistes des pays émergents et exportateurs de pétrole*.
- **Financement du rattrapage des PED** (*Cf. chapitre 1*) : La théorie néoclassique nous annonce que les Kx doivent naturellement se diriger des pays où le K est + abondant vers les pays où le K est rare → on parle de rareté par rapport au facteur travail (L). En effet, dans les PD, le K est relativement abondant par rapport au L donc le rendement marginal du K est plus faible, donc le K est moins rémunéré ☹. Dans les PED, c'est l'inverse ☺ : K relativement rare par rapport au L ➔ productivité marginale du K élevée ➔ rendement du K élevé.
  « **Cercle vicieux de la pauvreté** » de R.NURKSE : « *Les pays pauvres sont pauvres parce qu'ils sont pa*uvres ». Les PED risquent d'être bloqués dans leur développement à cause de l'insuffisance de leur épargne. Pays pauvre ➔ épargne peu ➔ investit peu.
  Au cours de son processus de développement et de son rattrapage, le pays passe par différents stades de sa balance des paiements. C'est un endettement qui est soutenable.
  → Cf. dossier tableau p.4

CCL :
La globalisation doit permettre une allocation optimale des Kx à l'échelle de la planète.

• <u>La nouvelle approche</u>

Approche plus institutionnelle. Série d'arguments qui s'ajoutent aux précédents.
A.KOSE, E.PRASAD, K.ROGOFF, S-J.WEI : « ***Mondialisation financière : au-delà de la polémique*** », *<u>Finance et développement</u>*, mars 2007.

→ Cf. dossier p.12
Une autre façon de voir les choses :



Idée : Il y a en plus des mécanismes plus indirects qui influent sur la globalisation financière. La globalisation va indirectement favoriser une croissance plus stable et plus forte par son impact sur les institutions → ils évoquent des effets collatéraux potentiels (ces mécanismes ne sont pas automatiques, il faut avoir atteint un certain niveau de développement).

Effets collatéraux potentiels (passent par les effets de la libéralisation, de l'ouverture, ...) **sur le cadre institutionnel des éco nationales :**

- Le **développement des marchés financiers** : le fait d'ouvrir les marchés permettra l'extension des marchés financiers qui seront plus larges, plus profonds, plus liquides mais aussi plus efficaces.
- Le **développement des institutions** : c'est l'ensemble du cadre institutionnel des éco (au delà de la finance) qui va être touché positivement. En effet, des Etats qui veulent attirer des K étrangers (espèrent en retirer des bénéfices en terme de croissance) vont être amenés (parce qu'ils sont en concurrence avec d'autres Etats qui ont les mêmes objectifs) à réformer le cadre institutionnel qui régit leur économie et ceci va l'amener à plus d'efficacité : garantie de la sécurité des contrats, l'amélioration du « climat des affaires » (expression de la BM). Tous les ans, la BM mesure l'efficacité du cadre institutionnel d'un pays (plusieurs facteurs pris en cause). Sur chacun de ces indicateurs, la BM place les pays. Les pays les mieux classés sont aussi des pays qui sont souvent ouverts aux K étrangers.
- **Meilleure gouvernance** → les E qui font appel aux K étrangers sont elles-mêmes incitées à réformer leur gouvernance pour plus d'efficacité et plus de stabilité → permet une gestion plus efficace de l'E, une baisse des coûts de production, un meilleur contrôle des dirigeants ...
- La **discipline macroéconomique** : les gouvernements font appel aux K étrangers pour se financer, les Etats seraient incités à gérer de façon plus prudente les finances publiques (*Ex : politique trop laxiste → les investisseurs s'inquiètent → hausse d'intérêt sur la dette publique du pays*) : permet de discipliner des gouvernements. Ceci doit limiter le risque de défaut souverain et ça doit créer normalement un environnement marcroéconomique plus stable (moins inflationniste). De la même façon, cela incite les BC à pratiquer une politique monétaire plus prudente.
  Globalisation → discipline monétaire et budgétaire → stabilisation des anticipations d'inflation → taux d'intérêt plus faibles → croissance.

Dans tous les cas, on a une économie qui va mieux fonctionner grâce à un environnement plus efficace → contribue à la croissance et à la stabilité.

Remarque : cette mise en concurrence des États ne signifie pas forcement un retrait total de l'état (= déréglementation) → soumet juste les Etats a une contrainte d'efficacité. Anton BRENDER : on a

tendance à opposer la mondialisation et l'Etat-providence. Pour les uns, il faut supprimer l'Etat-providence qui serait un obstacle à l'efficacité. Pour les autres, il faut renoncer à la globalisation car elle empêche le développement de l'Etat-providence. Il dit que les 2 ne sont pas incompatibles, sous condition d'efficacité.
Cette remarque trouve un écho dans les travaux de la BM → elle note dans un rapport en 2014 que des institutions efficaces ne sont pas corrélées avec un Etat peu présent, c'est même plutôt l'inverse.

NB : Ces arguments ne se substituent pas aux anciens, ils s'ajoutent.

➔ Tous ces arguments reposent sur une conception assez optimiste sur la capacité des marchés financiers libéralisés à faire circuler l'info, qui conduit à l'allocation optimale des facteurs (investisseurs bien informés). Concurrence : permet de sélectionner les meilleures pratiques, meilleures institutions.
Arguments libéraux qui voient dans la globalisation financière l'occasion de prolonger les avantages de la libéralisation au plan national. Plus le marché est grand plus les bénéfices de la libéralisation sont grands → il faut ouvrir les pays, décloisonner les marchés, …

Seulement ces arguments reposent sur la qualité de l'info et sur les effets positifs de la concurrence. Il y a des analyses plus critiques, qui remettent en cause ces 2 éléments.

⇨ *Les craintes suscitées par la globalisation*

Ces 2 arguments ne sont pas forcément présents sur les marchés financiers. Si l'info est imparfaite, les marchés déjà instables à l'état naturel le sont encore plus avec leur ouverture. Du plus la mise en concurrence est perverse, elle ne permet pas de sélectionner les meilleures pratiques. Donc la globalisation ne fait que renforcer les problèmes.

• <u>Des crises financières plus probables et plus globales</u>

◊ Définition et mécanismes des crises financières : une finance intrinsèquement instable (→ cf. dossier p.5 – 15)

- **Définition et formes des crises financières :**

Crise financière = altération du fonctionnement de tout ou une partie du système financier d'une économie.

Trois formes principales de crises financières :

- Les **krachs boursiers** = effondrement ou chute importante et brutale des cours sur les marchés secondaires de valeurs mobilières (la bourse). Durée variable (quelques jours jusqu'à plusieurs mois). → Exemples : Le Jeudi Noir (1929) ; Lundi Noir (1987) ; e-Krach (2000) ; Krach obligataires = effondrement de la valeur des obligations cotées et une hausse forte et brutale des taux d'I. Ex : 1887, 1994, 1989 et 2001.
- La **crise de change** = effondrement des cours d'une ou plusieurs devises sur le marché des changes. + forte montée des taux d'I sur les marchés monétaires des pays concernés. Possibilité en change fixe ou en change flexible quand les autorités cessent de soutenir leur monnaie face aux mouvements spéculatifs et définissent une nouvelle parité. → Exemples : Crise Mexicaine (1994) ; Crise Asiatique (1997) ; Attaques spéculatives et dévaluations de l'entre-2-G (le mark pendant l'hyper inflation, le Franc, la livre-sterling en 1931) ou à la fin de BW (la livre en 1967; le dollar en 1968 …).
- La **crise bancaire** : faillite d'une grande institution financière ou de plusieurs institutions de moindre envergure. Dégradation de la solvabilité du système bancaire. Autorités monétaires

viennent souvent au secours des institutions financières ➔ Rôle de prêteur en dernier ressort. → Exemples : Union Générale (1882) ; Barings (1995) ; LTCM (1998) ; Crise actuelle avec Lehman Brothers, Bear Stearns …

- **Crises financières et crises économiques :**

Deux phénomènes très différents.
Crise financière = origine ou conséquence de la crise économique. Crise économique = concerne le secteur réel de l'économie.
3 mécanismes principaux :

- **Effets de richesses** : baisse de la consommation + de l'investissement des ménages suite à un krach boursier + baisse de l'investissement des entreprises du fait de la hausse de leur ratio d'endettement.
- **Difficulté de financement de l'économie** : restriction du crédit par les institutions financières. Comportements pro-cycliques du fait de l'évaluation du risque. Les entreprises ont des difficultés à accéder au crédit + peuvent difficilement émettre des titres suite à la chute des cours ➔ élévation du coût de l'investissement ➔ priorité au désendettement + réduisent investissement. Au niveau macroéconomique, ralentissement emploi + activité ➔ renforce difficulté de financement.
- **Perturbation des échanges avec l'extérieur en cas de crise de change** : fuite des capitaux + difficultés à importer des biens indispensables pour la croissance. Hausse des taux d'I, spirale inflationniste …

+ **Aspects psychologiques** : crise de confiance + hausse de l'épargne de précaution.

- **Ce qu'il faut expliquer :**

- Cause des krachs boursiers et crises de change ? Effondrement brutal des cours qui provient d'un mouvement de vente massive de titres qui peinent à trouver des acquéreurs en face sauf à un prix toujours plus faible. Vente brutale et massive des actifs + changement d'anticipation.
- Cause des faillites bancaires et institutions financières ? Les institutions financières assurent une fonction d'intermédiaire financière entre les agents à besoin et à capacité de financement. La spécificité des banques = + création monétaire.

Les opérations de financement sont risquées (*cf tableau*)
Faillites d'institutions financières et leurs difficultés ➔ limite leur capacité de financement de l'économie ➔ crises financières qui découlent de la matérialisation d'un ou plusieurs de ces grands risques ➔ l'institution financière a besoin d' « argent frais » ce qui passe par une augmentation du capital ou par un prêt massif des autorités monétaires qui jouent un rôle de prêteur en dernier ressort.

<u>Des formes souvent imbriquées</u>

Crises financières reliées entre elles :

- Krach boursier ➔ affecte la solvabilité des banques dont une part de l'actif financier est constituée de titres financiers. Inversement, difficultés des institutions financières ➔ chute des prix sur les marchés du fait des ventes massives précipitées.
- Crise de change ➔ affecte solvabilité des banques si elles sont engagées dans une activité de transformation internationale (dépôts en titre et en devises au passif, crédits et titres en monnaie locale à l'actif …) Ex : crise mexicaine de 94; Crise asiatique de 97; faillites des banques all et autrichiennes suite aux retraits des capitaux US en 1929 …
- Crise de change ➔ entraine un krach boursier avec la fuite des capitaux. Inversement aussi.

« Crises jumelles » = crises bancaires + crise de change. Ces crises sont d'autant plus nombreuses que les économies sont ouvertes et interdépendantes comme dans la globalisation actuelle.

<u>Pourquoi les crises financières se produisent-elles</u> ?

Quelle origine pour la vente massive (d'actions, d'obligations, de devises...) et la difficulté à trouver un prix plancher ? Comment des risques excessifs de crédit sont-ils pris et se matérialisent-ils? Comment les crises se diffusent d'un marché à l'autre?

<u>Anticipations et prix d'un actif financier</u>

Valeur de l'actif = cours qui représente le prix payé par l'acquéreur lors de sa dernière transaction.
Sur le marché des actions cotées ➔ procédures centralisée. Le cours de l'action évolue de façon à assurer un équilibre entre les ordres d'achat et de vente. La cotation fonctionne aujourd'hui en continu sur ces marchés.
De nombreuses parts sociales ne sont pas cotées (marché du *private equity*) ➔ transactions qui ont lieu entre les investisseurs.

Plusieurs méthodes d'évaluation de la valeur fondamentale d'un actif (méthode comptable, méthode des multiples, méthode d'actualisation des profits espérés)

Obligation = immobilisation d'un capital, versement d'un intérêt sur une durée donnée avec ou non le remboursement des sommes prêtées à l'échéance. Titres cessibles sur le marché.
Le cours d'une obligation peut s'élever ou baisser en fonction de l'évolution des taux d'I et du risque de défaut de l'émetteur.

- **Les mécanismes des crises financières :**

<u>Marchés efficients, anticipations rationnelles</u>

◊ **Théorie des marchés efficients (Eugene FAMA — 1970)** :

L'information est pertinente + circule bien et permet d'atteindre la valeur fondamentale des actifs financiers. Cela suppose que les investisseurs font des anticipations rationnelles, cad utilise toutes les informations disponibles sur les marchés pour évaluer la valeur fondamentale des actifs financiers. Les agents ne peuvent pas prévoir avec certitude la valeur future des actifs mais on fait l'hypothèse que, grâce à l'information, ils sont capables de calculer l'espérance de ces valeurs, de mettre en place des probabilités. Le futur n'est pas certain mais prévisible (sur une base probabiliste).
Par conséquent, à partir de ces anticipations rationnelles, les investisseurs vont chercher à exploiter tout écart de valorisation entre le cours d'un actif et sa valeur fondamentale, ce qui rapprochera rapidement un actif de sa valeur fondamentale. Si un titre parait surévalué par rapport à sa valeur fondamentale, ils vont vendre des actifs par exemple. Et inversement, si un titre paraît sous-évalué par rapport à sa valeur fondamentale, ils vont acheter des actifs, ce qui va faire monter la valeur de ce titre (donc écart avec sa valeur fondamentale).
Le prix des actifs sur le marché reflète en permanence leur valeur fondamentale, grâce à la circulation de l'information disponible.
➔ Allocation optimale des facteurs.

Spéculation stabilisatrice + variations brusques des actifs uniquement expliquées par des chocs exogènes imprévisibles.
Innovations ➔ favorisent les comportements d'arbitrage ou de spéculation ➔ accroissent la liquidité des marchés + la rapidité des ajustements.

Théories keynésienne et néo-keynésienne : remettent en cause la qualité de l'information disponible (imperfection de l'information) + soulignent l'instabilité intrinsèque de le finance.
➔ crise financières régulières si finance pas encadrée et régulée.

Plusieurs phases de la finance :

- de boom du crédit, d'endettement, de hausse du prix des actifs qui nourrissent l'accumulation et pas conséquent s'auto-alimentent
- de restriction subite du crédit, de désendettement, d'effondrement des prix qui entraînent l'économie dans une phase de déflation +/— longue.

◊ **L'analyse de KEYNES : incertitudes radicale et bulles rationnelles** (*cf Page 13*)

Imperfection de l'information ➔ incertitude radicale des agents (*cf tableau*)

Caractère auto-réalisateur des anticipations ➔ dynamiques cumulatives
Interactions stratégiques entre les spéculateurs = valeur d'un titre qui dépend de l'opinion du marché ➔ anticipation de l'opinion du marché elle-même. Le regard du marché est tourné vers lui même (Métaphore du concours de beauté)
Le prix résulte d'une convention, par essence partiellement arbitraire et fluctuante. ➔ finance intrinsèquement instable, agité par des mouvements d'humeur des investisseurs.
➔ Spéculation déstabilisante ➔ anticipation auto-réalisatrices et auto-référencées.
Développement des comportements mimétiques du fait de l'incertitude ➔ renforcent l'instabilité.

◊ **Analyse des nouveaux keynésiens (STIGLITZ et WEISS — 1981)** : asymétrie de l'information et restriction du crédit (*cf Page 14*)
→ Version moins radicale de la critique des marchés efficients. Introduisent l'imperfection de l'information pour montrer que les marchés sont imparfaits (« market failures »)

Théorie :
Relation de crédit = soumise à l'asymétrie de l'information : l'objet de la transaction n'est pas une valeur réelle disponible mais une promesse (Pierre Noel Giraud, Le commerce des promesses) ➔ échec de coordination du marché ➔ Origine d'un double problème :

- Anti-sélection (avant la transaction) : les prêteurs n'ont pas toute l'information qui permettrait de refléter toute la structure des risques des prix dans les créances, le prix exprime la qualité moyenne d'une catégorie de débiteurs. ➔ Décourage les bons investisseurs et favorise les mauvais investisseurs. Si on augmente le taux de l'emprunt pour refléter le risque pris ➔ fuite des projets qui étaient encore assez surs sans dissuader les investisseurs les plus risqués = anti-sélection.
- Aléa moral (après la transaction) : découle des marges de manoeuvre de l'emprunteur dans l'usage des fonds mis à sa disposition. Engagement dans des opérations profitables pour lui mais néfastes pour le prêteur ➔ accroissement du risque de crédit. Nécessité d'une surveillance des prêteurs de l'utilisation fard fonds.

Conséquences de l'asymétrie d'information

Restriction du crédit (crédit crunch) + Crédit pro-cyclique
Ne pouvant utiliser le taux d'I pour sélectionner les projets, les banques effectuent un ajustement par les quantités et renforcent l'instabilité.

- En phase de croissance : défauts limités ➔ risque sous-estimé ➔ offre de crédit abondante ➔ renforce la croissance ➔ réduction des risques. MAIS excès d'endettement en faveur de la

crise.

- Quand le risque se matérialise ➔ banques ne peuvent pas discriminer entre les bons et les mauvais projets, ni utiliser la hausse des taux d'intérêts pour réduire leur exposition au risque (anti-sélection) ➔ ajustements par les quantités = les banques restreignent le crédit de façon indiscriminée (restriction qui touche tous les crédits y compris ceux qui seraient objectivement sûrs et rentables), renforçant le ralentissement. Cela touche principalement les acteurs qui ne peuvent se financer que par le crédit bancaire (Ex : les PME)

◊ La « *déflation par la dette* » — FISHER — 1933 (*cf Page 15*)

Grossissement de l'endettement pendant la phase haute du cycle ➔ croissance ➔ profits ➔ limite les défauts de paiement + augmente les plus-values ➔ Encourage les institutions à financières à prêter d'avantage ➔ grossissement de l'endettement …

Projets de plus en plus risqués financés ➔ remise en cause de la spirale par un événement qui fait prendre conscience de l'excès d'endettement ➔ difficulté d'accès au crédit + hausse des prix ➔ Priorité des agents = désendettement. Les producteurs cherchent à écouler leur stock ➔ baisse des prix ➔ accroissement des difficultés + hausse du poids réel de la dette. Face à la déflation, les agents endettés voient le cout réel de leur dette s'élever ce qui les incite encore plus à chercher à se désendetter …

➔ Spirale déflationniste (chute des prix des biens et des titres, ralentissement de la consommation, de l'investissent, hausse du chômage …) qui ne s'arrête qu'une fois le ratio d'endettement revenu à des niveaux soutenables.

◊ Le modèle de MINSKY — 1986 (*cf Page 15*)

« *Fragilité systémique* » = la finance libéralisée passe successivement par trois états :

- « ***Hedge finance*** » = financement prudent de l'économie : contraintes de remboursement < profits attendus. « *Paradoxe de la tranquillité* » ➔ prise de risque plus grande ➔ endettement plus élevé
- « ***Speculative finance*** » = endettement croissant qui nourrit la croissance. Augmentation des profits ➔ confiance ➔ augmentation de la prise de risque ➔ endettement … ➔ Boom du crédit ➔ hausse des cours. Endettement des agents par rapport à leur revenu qui augmente.
- « ***Ponzi Finance*** » = endettement supplémentaire pour faire face aux intérêts de la dette antérieure. Eclatement de la bulle, ventes de détresse, réévaluation brutale des risques et restriction du crédit.

C.KINDLEBERGER ➔ référence à MINSKY en parlant de « ***manias*** » (folie spéculative) ➔ « ***panics*** » ➔ « ***crashes*** » (krach) d'ou titre de son livre = *Manias, panics and crashes*

◊ GROSSMAN et STIGLITZ — 1980 :

Montre que la théorie des marchés efficients présente une incohérence logique dans un monde où l'information est couteuse. Les individus en concurrence sur le marché n'ont pas rationnellement intérêt à supporter ces coûts. Cela ne vaut pas le cout de vérifier si l'information du marché est bonne.

***Ex de A.ORLEAN** : e-Toys. Nouvelle économie des NTIC. Succès boursier malgré le fait que toutes petites entreprises ➔ fait beaucoup de pertes. Comparée avec Toys'R Us.*
Fin 99, l'entreprise e-Toys dépasse de 33% l'entreprise Toys'R Us en bourse. Les investisseurs pensaient qu'on avait révolutionné cette nouvelle méthode de vente et que ces nouvelles entreprises allaient

supplanter les plus anciennes. On envisage des quantités de profits astronomiques.
Finalement, e-Toys a fait faillite. Et Toys'R Us s'est alliée avec Amazone pour développer son commerce sur Internet.
→ Beaucoup de start-up ont été sur évaluées en bourse de cette manière et cela a mené au krach boursier de 2000. Innovations technologiques considérables dans les appareils électroniques à cette époque.

Tout ceci est relié à l'imperfection de l'information et à l'incapacité de prédire l'avenir.

◊ L'aveuglement du désastre — GUTTENTAG & HERRING — 1986

« ***dysaster myopia*** » pour donner un fondement micro-économique à ce paradoxe de la tranquillité = l'appréciation croissante du risque est subjective et dépend de l'ancienneté des crises passées. Plus le souvenir est ancien, plus la probabilité de la crise parait faible.
Phase de croissance : les agents ignore la possibilité d'un choc macroéconomique => prise de risque excessive qui nourrit la croissance
Quand la bulle éclate : excès de prudence qui entretient la dépression.

3 générations de modèles de crises de changes : « *On ironise souvent sur la capacité des économistes à expliquer la dernière crise de change alors qu'ils sont incapables de prévoir la suivante* » = sujets de concours.

- Les crises changent de nature car leur cadre institutionnel évolue.
- Les agents apprennent de leurs erreurs passées (effet d'apprentissage) → évolution des comportements.

→ Modèles précédents insuffisants pour prédire crises futures mais mécanismes qui permettent de les comprendre.

3 générations successives de modèles de crises de changes :

• Première génération : parité inadéquate et spéculation rationnelle — KRUGMAN (1979) et FLOOD & GARBER (1984).

Crise de change = résultat de la réaction irrationnelle des spéculateurs face à une parité officielle inadéquate.
Lorsque parité semble surévaluée → spéculateurs anticipent que la BC ne pourra par la couvrir → spéculateurs convertissent leurs avoirs en devises étrangères → baisse des réserves de change.
***Ex** : Crise mexicaine de 94. Economie mexicaine (change fixe avec le dollar) → création monétaire + inflation forte → déficit courant (7% du PIB en 1994). Soutenabilité du processus qui suppose une forte entrée de capitaux étrangers → ralentissement → BC mobilise réserves de change pour défendre la partie officielle du peso → baisse des réserves → crise de changes.*
→ *Par leur comportement rationnel, les agents ont précipité l'ajustement du taux de change.*
***Ex** : Crise de la livre en 1931 : livre maintenue surévaluée et pression dur les réserves de changes accentuée. Publication du rapport MacMillan en 1931 → précipite la crise en révélant l'insuffisance des réserves en or.*
***Ex** : Crise de BW*

• Deuxième génération : manque de crédibilité des engagements et prophéties auto-réalisatrices — OBSTFELD (1994) et application à la crise du Franc par JEANNE (1996)

Coeur de l'analyse = la crédibilité des engagements des autorités + le caractère auto-réalisateur des crises.
Le jugement sur l'évolution future de la politique monétaire est à la base de la crise. Attaque spéculative => forte montée des taux d'I pour défendre la parité de la monnaie qui rend d'autant plus

probable l'abandon de la parité étant donné le cout de la défense de celle-ci. L'attaque spéculative provoque donc le changement de politique monétaire qui était anticipé.
Situation macro-économique qui révèle les indicateurs avancés de crise : chômages, croissance et comptes publics.
Autre élément essentiel = l'état de la coopération monétaire internationale. Insuffisance des réserves de change comme le cout de la rigueur nécessaire pour défendre une monnaie faible qui peuvent être compensés par une coopération des autorités monétaires des pays à monnaie faible et forte.
Ex : Crises du SME dans les années 90

• Troisième génération : transformation internationale et anticipation d'une crise bancaire — KRUGMAN (1999) et MASSON (1999)

Ex : crise asiatique en 97 : fragilité du système bancaire à l'origine de la crise. Banques locales endettés à CT en devises et engagées à LT en monnaie nationale dans des secteurs très spéculatifs et en forte hausse (immobilier, marché financier …) ➔ banques vulnérables en cas de crise immobilière et financière et en cas de crise de change. Spéculateurs anticipent que la BC jouera rôle de prêteur en dernier ressort et provoquera une dévaluation. Conversion des avoirs locaux en devises ➔ crise de change ➔ crise bancaire.
Mécanismes qui ont joué dans la crise mexicaine = banques mexicaines engagées dans une opération périlleuse de transformation internationale qui a pu susciter des craintes quant à la solvabilité du secteur bancaire mexicain et nourrir les retraits des dépôts et leur conversion en monnaie étrangère.
➔ Génération qui permet de comprendre les crises jumelles de la 2ème globalisation.

Paul MASSON — 1998 — FMI ➔ distingue 3 mécanismes qui expliquent la succession rapide des crises dans des pays différents :
- « *monsoonal effects* » = mêmes causes, effets communs.
- « *spillover effect* » = crise dans un pays qui a des répercussions macro-économiques dans d'autres pays du fait des interdépendances commerciales et financières entre les pays
- « *jump* » = contagion pure par anticipations, sentiments des opérateurs, coûts de la recherche d'information, flight to quality (recherche d'une plus grande sécurité)…

Caractère non régulateur de la concurrence.
Une finance déréglementée serait condamnée à l'instabilité. La globalisation va renforcer l'instabilité.

◊ Un risque de crises financières renforcé par la globalisation

« *L'ouverture a-t-elle fondamentalement modifié la nature des crises financières ?* » (ESCP, 2008) → Ex : tout ce que l'on peut dire sur la désintermédiation ≠ indispensable car sujet portait seulement sur l'ouverture. Ouverture ≠ précisée même si principalement ouverture financière. Les crises financières ne peuvent exister sans ouverture, est-ce que l'ouverture change fondamentalement ces crises ou restent-elles plus ou moins elles-mêmes avec l'ouverture → origines, formes des crises. L'ouverture change la fréquence des crises ≠ changement de nature.

La globalisation risque d'accroitre la fréquence des crises financières :

1) La globalisation risque de renforcer l'imperfection de l'information et de conduire à une prise de risque excessive de la part des actifs car :
- **l'ouverture/ décloisonnement des marché** fait que les investisseurs investissent dans des titres financiers émis par des acteurs lointains. On peut émettre l'idée que les infos dont dispose l'investisseurs seront moins bonnes sur ces titres que sur des titres de sa propre éco qu'il connait mieux.

- **L'innovation financière**, renforcée par la globalisation financière, peut conduire à une dilution de l'information + perte de qualité de l'info ➔ moins bonne gestion du risque. Innovation financière conduit à une complexification des chaînes de risque. ***Ex** : titrisation → la qualité de l'info se dégrade à chaque étape de la titrisation : plus personne ne sait quel risque il supporte*. Prise de risque excessive chez certains acteurs : moindre investissement dans l'info.
- **Diversification des portefeuilles** : permet une meilleure répartition des risques mais effet pervers → CALVO et MEDOZA (1996) : la diversification des portefeuilles risque d'accroitre la sensibilité des investisseurs aux rumeurs et, par conséquent, la volatilité du prix des marchés. Un portefeuille très diversifié (un tout petit peu de titre financier de plein d'acteurs différents) ➔ rumeur sur un de ces titres (ex : négative : crainte sur les entreprises d'une entreprise coréenne). Vérifier l'info serait démesurément coûteux par rapport à ce que représente le portefeuille. On remplace juste par un autre actif, car c'est plus simple (nombreux, peu couteux d'en changer). L'investisseur revend alors l'actif. Si tout le monde fait ça, le titre s'effondre alors que l'information n'était pas forcément véritable au départ. Il y a de plus une concurrence qui résiste sur le marché, renforcée par la globalisation, qui incite à réduire au maximum les coûts ➔ éviter la recherche sur l'information. Les comportements mimétiques sont, du coup, d'autant plus probables.

Théorie des marchés efficients critiquée par STIGLITZ et GROSSMAN (1980) → ils ont avancé un argument qui montre le caractère tautologique de la théorie des marchés efficients. Si le ??? des marchés efficients est vérifié alors le prix des marchés financiers reflète la valeur fondamentale des actions, par conséquent, pour connaître l'info nécessaire sur un actif, il suffit d'observer un marché. Si on fait l'hypothèse que l'info est coûteuse, aucun individu n'a intérêt à engager des ressources pour engager cette info puisqu'il suffit à regarder le prix de marché sauf que si personne ne déploie les ressources pour rechercher ce prix de marché alors ?????
Il n'y a pas besoin de faire une hypothèse radicale sur l'info pour montrer que cette théorie n'est pas vérifiée.

Effet pervers de la concurrence : la globalisation risque d'accroître la prise de risque :
- Mise en concurrence de tous les acteurs (= décloisonnement des marchés) : la globalisation conduit à mettre en concurrence toutes les institutions financières, notamment les banques n'ont plus le monopole financier de l'éco.
- La globalisation est aussi caractérisée par la déréglementation.

Tout ça a pour conséquence : Montée des TI créditeurs (càd la rémunération de l'épargne) ➔ Baisse des marges des banques (fragilisent les banques puisqu'elles font moins de gains et dans le même temps elles accordent plus de crédits car elles sont en concurrence avec d'autres institutions financières et qu'elles sont moins réglementées) ➔ Hausse des crédits, hausse de la prise de risque.

Acteurs de la globalisation financière :
- ***Hedge Funds*** → Fonds spéculatifs : les *hedge funds* sont des fonds qui s'adressent à une clientèle fortunée car ticket d'entrée dans ces fonds est très élevé. Ce sont des fonds fermés, càd qu'il n'est pas forcément facile de retirer ses gains directement, ce qui leur permet d'avoir un fonds plus stables qui peut prendre plus de risque. Joue sur un effet de levier considérable → bien si ça fonctionne mais si investissement se révèle insuffisant cela peut entraîner le fonds en faillite. En cas de faillite du *hedge funds*, ce sont les banques qui engendrent de grandes pertes car elles ont prêté à ces fonds. Fonds LTCM (fonds crée par des prix Nobel de l'économie). + Effet de levier financier : ces fonds d'investissement investissent également dans des produits financiers qui entraînent un autre effet de levier (*ex : produits dérivées ; achats/ventes à découvert*). Risque pour la stabilité financière.
- Les **investisseurs institutionnels** (compagnies d'assurance, fonds de pension, compagnies d'investissement) collectent l'épargne de tous les ménages. Leur politique d'investissement est bcp plus prudente que pour *hedge funds*. On leur reproche néanmoins leur comportement mimétique (effet pervers de la concurrence) qui amplifie les fluctuations des cours. Toutes ces

institutions sont mises en concurrence ➔ pratique du « *benchmarking* », càd que ces investisseurs institutionnels essaient d'avoir des résultats à peu près conformes à la moyenne des résultats des autres acteurs, ce qui les incite à essayer de ne pas s'écarter trop. Cela les conduit, par exemple, à avoir les mêmes réactions.

La concurrence incite à des comportements pas toujours vertueux qui risquent de menacer la stabilité du système.

La globalisation renforce la myopie intrinsèque des marchés financiers (***Cf. dossier***).

Myopie intrinsèque des marchés financiers :

Individuellement, les acteurs ont une idée de leur exposition au risque mais ne connaissent pas celle des autres et donc le risque est global.
Ces acteurs individuels peuvent chercher l'info sur ce risque global mais coût que la concurrence n'incite pas à supporter.
Par ailleurs, la stabilité du système et le contrôle du risque global constituent des biens publics qu'aucun autre acteur n'a intérêt à prendre en charge. Si une banque limite ses propres prêts, elle permet à une autre d'en accorder davantage et de faire plus de profits. La coordination décentralisée est ici en défaut face à l'existence d'externalités négatives entre les différents acteurs.
Les acteurs sont donc conduits à prendre des risques à CT, sans envisager les conséquences au niveau global et à plus LT, d'où « *myopie* ».

En situation de concurrence, les agents n'ont pas intérêt individuellement à vérifier l'info.

2) Un dilemme entre efficacité et stabilité ? (M.AGLIETTA)

Michel AGLIETTA, *La globalisation financière*, 2005. Dans cet article, il évoque un dilemme entre l'efficacité et la stabilité. Il compare le fonctionnement des systèmes financiers avant et après les 3D. Dans le système avant et après, il y a une certaine façon de gérer les risques. Il compare le système financier qui existait avant les années 80 (donc système des 30G) qui reposait essentiellement sur les banques (système financier intermédié, cloisonné et très fortement réglementé) à la finance actuelle (post-1980) qui est un système davantage fondé sur les marchés financiers désinteremédié, décloissoné, déréglementé. C'est sur cette base qu'il avance l'idée que le 1er système était moins efficace, plus coûteux mais en même temps bcp plus sûr. Alors que 2nd système est moins coûteux, peut-être plus efficace mais moins stable.
➔ Systématiquement, le système financier après la globalisation est plus efficace : la contrepartie = moins bonne gestion des risques. Donc système + efficace mais en contrepartie système + instable.

➔ Cf. tableau dossier p.20 : « Un dilemme efficacité – stabilité ? » :

	Finance intermédiée et réglementée	Finance directe et déréglementée
Financement de l'économie et collecte de l'épargne	Crédit bancaire Dépôts bancaires Intermédiation bancaire classique	Emission de titres sur les marchés Intermédiation financière (banques, zinzins, …)
Conciliation des intérêts contradictoires	Transformation des échéances par les banques	Profondeur des marchés secondaires (liquidités) Emission de titres sur le marché primaire (immobilisation)
Risques principaux	Risque de crédit Risque d'illiquidité	Risque de marché Risque d'illiquidité Risque de crédit plus faible
Contrôle du risque	Relation continue de clientèle Encadrement des pratiques	Circulation de l'information sur le marché

	bancaires Garanties des autorités monétaires	Déréglementation Maintien du rôle de prêteur en dernier ressort
Dilemme efficacité/stabilité	Stabilité assurée mais moindre efficacité	Efficacité mais instabilité

Premier système :
Dans le système avant la deuxième globalisation ➔ stable car très encadré et régulé mais en contrepartie ➔ limites soulignées par les défenseurs de la globalisation (les 3D peuvent améliorer l'efficacité). Système intermédié par les banques qui assurent le financement par une intermédiation bancaire classique = elles collectent les dépôts des ménages et elles prêtent de façon à financer l'investissement des entreprises et parfois des ménages ➔ Rôle essentiel. Les ménages veulent conserver leurs liquidités et les entreprises veulent investir à LT ➔ Risques d'illiquidité des banques (si les ménages redemandent toutes leurs créances en même temps) ➔ Etat présent pour encadré ce risque en imposant des règles aux banques. La BC est de plus là pour prêter des liquidités aux banques (rôle de prêteur en dernier ressort) ➔ Assurance des dépôts. De plus, Risque de crédit = défaut des emprunteurs. Ce risque est contrôlé par les banques dans le cadre de la relation continue de clientèle (la banque est liée aux emprunteurs par une relation durable) + Encadrement des pratiques bancaires, càd encadrement des TI + encadrement du crédit. Pas de crises bancaires pendant la période. Entrée sur le marché pas facile ➔ Concurrence bancaire limitée. Les institutions bancaires n'ont pas forcément le droit d'accéder aux activités des banques. Marché cloisonné. Cadre réglementaire efficace mais en contrepartie ➔ financement bridé, un peu couteux, discriminant, marges d'intermédiation élevées.

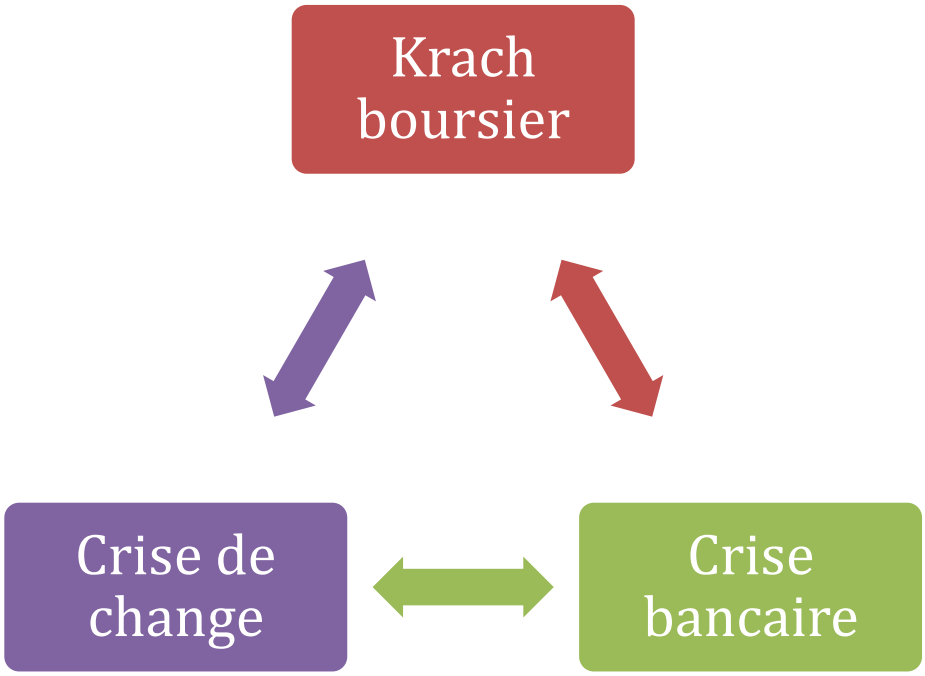
Nouveau système :
Plus d'efficacité car l'intermédiation financière est moins coûteuse (accès au crédit + facile, …) mais moins bonne gestion des risques. Système beaucoup moins stable. Dans le nouveau système, ce sont les marchés financiers qui prennent de l'importance dans l'économie. Rencontre directe entre les agents à besoin et à capacité de financement. Suppression de certains intermédiaires même s'ils sont encore très présent ➔ Réduction des marges. La conciliation des intérêts contradictoires entre les agents se fait grâce aux marchés financiers. Les agents en besoin de financement émettent des titres (actions + obligations) sur des marchés primaires qui sont cessibles (on peut les revendre) sur les marchés secondaires ➔ garantit la liquidité de l'épargne. L'entreprise n'a pas à rembourser l'action (elle conserve les Kx) donc elle peut immobiliser l'immobilier. Le risque de crédit est alors moins important (même s'il n'a pas disparu car les PME passent toujours par l'intermédiaire de la banque pour accéder au marché). Risque d'illiquidité toujours présent. Risque de marché très important = effondrement du prix des actifs financiers dégradent leur bilan. Baisse de la qualité de l'information dans ce système car les agents en concurrence n'ont pas internet à investir dans cette recherche d'information. Déréglementation : les agents sont moins encadrés et donc les banques peuvent prêter beaucoup plus qu'avant. Crédit pro-cyclique. Bulle de crédit. Risques qui se propagent plus facilement du fait du décloisonement. Système plus efficace mais crises financières plus fréquentes + restriction du crédit plus brutale.

La globalisation facilite la propagation des crises et accroît leur profondeur :

1) Les voies de la contagion

Décloisonnement, ouverture : acteurs qui ont une exposition globale sur pratiquement tous les comportements du marché (on voit apparaître des acteurs qui sont globaux) + le passage d'un marché à l'autre est facilité. On comprend bien dans cette perspective que les crises peuvent bcp plus facilement se diffuser. Krach boursier ➔➔ crise bancaire.

A partir du moment où les Kx circulent librement d'un pays à l'autre, où les mesures des contrôles des changes ont disparu et bien les crises de change vont être liées aux krachs boursiers et aux crises bancaires.



Les crises risquent d'être non seulement plus fréquentes mais aussi + profondes et + globales. Globalisation → suppose la suppression les contrôles des K, le décloisonnement les marchés. Ça conduit au fait que les acteurs de la finance sont exposés sur plusieurs marchés à la fois. Conduit aussi à la libre circulation entre les marchés nationaux. ➔ « *flight to quality* ».

Crises plus globales : les marchés sont interconnectés donc la crise est rarement localisée dans un pays, elle se diffuse à l'échelle des marchés (*ex : crise asiatique de 97 née en Thaïlande, et crise de 2008 ➔ Crises jumelles = ça arrive en même temps et l'un peut être la cause de l'autre*).

→ Cf. dossier p.19 :
Paul MASSON :

- L'effet Mousson : causes communes
- L'effet de liaison : c'est parce qu'il y a des relations éco internationales entre les différentes éco que la crise se propage d'une éco à l'autre (*ex : on a pu expliquer par cet effet pourquoi la Russie avait été touchée par la crise asiatique → les pays touchés par la crise asiatique constituaient des clients importants de matière première pour l'éco russe ➔ entraîne une tendance au déficit commercial russe ➔ provoque une crise de change donc crise financière en Russie*)
- La contagion pure (jump) : résultat des anticipations des investisseurs financiers. Les investisseurs financiers ont réalisé des pertes sur un marché, ils vont retirer leur Kx des pays qui n'ont pas forcément de relations avec ce marché uniquement parce qu'ils pensent que ces pays risquent de subir la même chose que ce marché (perte de valeur des actifs) ➔ « *flight to quality* ».

2) Au final, la globalisation accroît le « risque de système » (ou « risque systémique »), càd le risque de dysfonctionnement général du système financier.

????????????

Conclusion :

Concepts qui tiennent principalement à l'asymétrie de l'info (nouveaux keynésiens). La finance est intrinsèquement instable. Tous ces éléments inhérents à la finance sont encore plus forts quand la finance est globalisée car la propagation des crises est plus facile, etc. Thèses qui arrivent à des conclusions contraires. On se trouve face à une difficulté : argumentation d'un côté très optimiste face à la globalisation des marchés financiers et de l'autre côté finance risque d'être plus instable à cause de cette globalisation.

⇨ *Un « nouveau capitalisme » (D.PLIHON)*

On a déjà étudié les effets collatéraux qui passaient par les institutions.
Avantages collatéraux de la globalisation qui étaient de nature institutionnelle :

- la gouvernance d'entreprise
- la discipline macroéconomique
- cadre institutionnel

Au-delà des effets directs sur la rencontre entre les différents agents éco, on avait des effets positifs de la globalisation sur ces 3 disciplines.

On peut ici s'intéresser aux effets négatifs de la globalisation sur les institutions.
La mise ne concurrence des différentes institutions internationales (par des Kx mobiles au plan international) peut déboucher sur une évolution des institutions qui ne garantit pas forcément une croissance plus forte et stable comme le prédisait les auteurs. La globalisation financière a contribué à une mutation du capitalisme et ce nouveau capitalisme aurait des effets pervers qui auraient conduit à une croissance à la fois moins facile, plus instable et plus inégale.

• <u>Du capitalisme « *managérial* » au capitalisme « *patrimonial* » ou « *actionnarial* » (Ecole de la régulation), « *financier* », « *total* »</u> (J.PEYRELEVALDE), …

Le Kisme en vigueur pendant les 30G a été qualifié par nombre d'auteurs comme étant un capitalisme managérial, càd capitalisme dans lequel le pouvoir était aux mains des managers : résulat de la dissociation entre entre la propriété de l'E et la direction des E. K éparpillé entre un très grand nombre d'actionnaires (dilution du K). Au final, le pouvoir ≠ exercé par proprio de l'E mais par les cadres dirigeants de l'E (les managers).

Puis, la 2nde globalisation correspond à un retour en force des actionnaires, notamment avec la gestion collective de l'épargne qui va engendrer une plus grande concentration de la propriété de l'E. Comportement bcp plus activiste : ce sont les actionnaires qui orientent les décisions de l'E. Décloisonnement, ouverture permet à ces grands fonds d'I de mettre en concurrence les différentes E du monde. Si les E veulent bénéficier de Kx, elles doivent satisfaire les exigences des zinzins. Ces zinzins vont, par conséquence, imposer aux E une modification de la gouvernance (normes de gouvernance) qui vise à s'assurer que l'E soit bien gérée dans l'intérêt de leurs clients, càd les actionnaires. Parmi ces normes de gouvernance, il y a toute une série d'innovation, notamment de pratiques de rémunération → ex : rémunérer les dirigeants en fonction de la valeur en bourse des actions. Les cadres dirigeants sont donc directement intéressés par la valeur boursière des actions de l'E, ce qui permet une convergence entre les managers et les actionnaires. Pour qualifier ce nouveau capitalisme, les auteurs de l'école de la régulation parlent de capitalisme actionnarial ou patrimonial → actionnaire a le pouvoir, c'est lui qui oriente la gestion des E.

D'autres auteurs soulignent les effets pervers de cette nouvelle gouvernance qui tiennent essentiellement au fait que ces zinzins ont des exigences de rentabilité très élevés et des exigences rentabilité, par ailleurs, qui sont à CT. *Return on Equity* : exigence de rentabilité de l'ordre de 15% tous les ans. Si elle n'arrive pas à atteindre ce taux là → risque que les zinzins retirent leur Kx ➔ cours

d'action risque de baisser fortement ➔ actionnaires perdent de l'argent + entreprise est vulnérable à un rachat. Donc zinzins veulent des dividendes élevés chaque année ou à défaut de dividende, des actions à la bourse qui augmente chaque année pour augmenter la plus-value.

Ce qui est en cause ici : l'émergence des zinzins (= investisseurs institutionnels) → il s'agit de toutes les institutions financières non bancaires qui gèrent collectivement l'épargne des particuliers. Il existe 3 grands zinzins :

- **compagnies d'assurance** : ≠ toute l'activité des compagnies d'assurance qui est intéressante mais une part importante de l'activité = assurance-vie (≠ assurance-décès, cad assurance en cas de mort, mais = assurance en cas de vie → idée que l'on va cotiser auprès de cette compagnie d'assurance, tous les mois, tous les ans, en échange de quoi cette compagnie vous assure le versement d'une prime d'assurance qui est fonction de ce que vous avez versé avant ➔ les revenus générés par ces placements servent ensuite à verser des primes d'assurance) ;
- **fonds de pension** ;
- **fonds d'investissement** : les SICAN (Sociétés d'investissement à capital variable) émettent des titres ce qui leur permet de collecter des fonds (épargnants achètent des parts de la société donc donnent argent à ces sociétés) et ces revenus accumulés par les sociétés servent à rémunérer les actionnaires des sociétés.

➔ Points communs : gestion collective de l'épargne : nouveaux intermédiaires financiers qui vont permettre aux épargnants d'augmenter leur pouvoir de négociation et ainsi permettre aux actionnaires de reprendre l'ascendant sur les managers pour la direction de l'entreprise.

Conséquence : modifications institutionnelles ➔ Les zinzins vont exiger, par exemple, une réorganisation des E, cad que les zinzins par leur poids sont capables d'exiger la modification de certaines de façon à ce que l'E soit gérée dans l'intérêt des actionnaires.
Une part croissante de la rémunération des dirigeants d'E est dépendante des résultats boursiers de l'E ce qui permet d'inciter ces managers à prendre des décisions qui vont dans le sens du cours de la bourse (faciliter la hausse même si cela est en contradiction avec leurs intérêts qui ce n'est pas forcément en faveur de la croissance de l'entreprise).

Critique de cette nouvelle gouvernance :

- difficulté de financement de l'investissement
- court-termisme des marchés financiers

Pour satisfaire les exigences de rentabilité, les entreprises vont comprimer les coûts salariaux donc ce capitalisme patrimonial est associé au niveau macroéconomique à une déformation du partage de la VA en faveur du K, ce qui peut engendrer une croissance « déséquilibrée ». Risque : croissance bloquée par le manque de débouchés, manque de demande. Indirectement aussi, cette nouvelle gouvernance de l'entreprise a pu avoir des conséquences sur :

- Déformation du partage de la VA
- Hausse des inégalités salariales

On reproche à cette nouvelle gouvernance court-termiste d'engendrer une prise de risque excessive des entreprises. Face à ses exigences de rentabilité, les entreprises se lancent dans des projets risqués. Cela incite, paradoxalement, aussi l'entreprise à s'endetter pour jouer de l'effet du levier d'endettement : elles vont emprunter des Kx soit sur les marchés obligataires, soit auprès des banques. Tant que la rentabilité éco de leur projet est supérieure au coût de l'emprunt, l'E augmente la rentabilité de ses fonds propres.
Pb : les entreprises sont amenées à s'endetter de manière excessive et lorsque l'entreprise n'atteint pas ses objectifs → difficultés de l'E.

Rentabilité économique = $\frac{Profits}{K\ investi} \times 100$

Rentabilité financière = $\frac{Profits - Intérêts}{Fonds\ propres} \times 100$

Levier d'endettement : S'endetter permet d'élever la rentabilité financière de l'entreprise car cela génère un effet de levier d'endettement, à condition que la rentabilité éco soit supérieure au coût de l'endettement.
Les entreprises qui ont été mises sous pression par les actionnaires sont ainsi incitées à s'endetter.
Dans le cadre de la globalisation financière ➔ hausse de l'endettement.

→ Cf. chapitre éco approfondie 1ère année : comptabilité nationale

• **Globalisation et dérégulation compétitive**

Le cadre institutionnel de l'éco :
Mise en concurrence des territoires (du fait de l'ouverture aux Kx étrangers) → les Kx sont libres de circuler donc il faut leur offrir un cadre institutionnel propice donc en cherchant à les attirer, on améliore encore plus ce cadre.
Il y a néanmoins un versant moins favorable à cette mise en concurrence : cela incite les pays à se lancer dans une dérégulation compétitive pour attirer les Kx (ou retenir les Kx nationaux) → tendance à modifier ce cadre : on supprime les règles qui encadrent les pratiques financières, baisse des taux d'imposition au dumping fiscal, etc. Il est beaucoup moins évident que ces mesures améliorent l'encadrement institutionnel des économies. Il y a un risque de sous réglementation, notamment sur les marchés financiers (si on impose des règles concernant la prise de risques et bien peut-être que les K ne viennent pas). Il a également une déformation de la structure fiscale (impôt répercuté sur les facteurs les moins mobiles, cad le L) ➔ Peut être assimilé à une logique du dilemme du prisonnier ou égoïsme sacré des Nations ou passager clandestin. Chaque Etat a individuellement intérêt à pratiquer du dumping fiscal, etc.
Politiques d'attractivité qui ne va pas forcément dans le sens des ??
Les E pratiquent l'optimisation fiscale et règlementaire (permises par la globalisation) : localiser les profits n'importe où dans le monde → passe par la pratique des prix de transfert : si une E dispose d'une filiale dans un autre pays, selon le prix où la filiale achète ses produits à la société-mère, les profits se localiseront dans le pays où le taux d'imposition sera le plus faible.

Discipline macroéconomique : suppose que les marchés sont capables de surveiller efficacement les politiques budgétaires → on peut en douter.
Pas vraiment d'arguments théoriques en la matière, c'est plus un constat. Cette discipline ne se vérifie pas vraiment.

2) Tentative de bilan historique

Le bilan est très nuancé. Trois objectifs au départ :

- efficacité en terme de financement facile et de croissance éco
- stabilité : Q° de savoir si on a des crises financières, des cycles financiers marqués
- « équité », cad l'évolution des inégalités de dvpt éco

Une croissance inégale

⇨ ***Des effets incertains sur la croissance***

• **Une relation empirique difficile à établir**

Très difficile de mesurer les effets de la globalisation sur la croissance.

Il y a eu une multitude de travaux réalisés sur le lien entre l'ouverture financière (ouverture aux Kx étrangers) et la croissance éco des pays, notamment au tournant du siècle (fin années 90 – début années 2000). Il y a eu suffisamment de pays dans l'histoire pour avoir un échantillon assez important pour observer une corrélation entre le tx d'ouverture des éco et le tx de croissance moyen. En effet, c'était un élément essentiel du consensus de Washington → idée était qu'évidemment ça allait soutenir la croissance éco et constat fin années 90 : en fait, ce n'est pas évident, d'où l'idée d'essayer de mesurer s'il existe une corrélation positive et nette entre l'ouverture et la croissance. Après la multitude de travaux réalisés, force est de constater qu'il y a une très grande incertitude de corrélation entre les deux.
Etude de KOSE, PRASAD, ROGOFF, WEI (2007) ont montré que les travaux empiriques sur le lien entre l'ouverture et la croissance sont très incertains.
Travaux de P.O.GOURINCHAS & O.JEANNE : ils ont cherché à mesurer les gains qu'un pays pouvait espérer d'une ouverture aux Kx étrangers. Ces travaux conduisent à des gains assez limités au final. Ils estiment que le passage d'une autarcie financière totale à l'ouverture financière totale pouvait espérer faire gagner au pays des gains supplémentaires permanents de l'ordre de 1% de consommation.

→ Cf. ouvrage *Who needs to open the capital account ?* (2012) O.JEANNE ; A.SUBRAMANIAN ; J.WILLIAMSON ➔ les pays les plus libéralisés n'ont pas connu de croissance très forte. Donc pas de corrélation positive. Mais il n'y a pas non plus de corrélation négative. Donc en fait pas de corrélation du tout.

• **Un financement plus facile et moins cher ?**

→ Cf. graphique « TI réel USA entre 1960 et 2006 » dossier p.25

Est-ce que le financement est moins cher avant la globalisation ou après ?
2 arguments opposés :
- plus de concurrence : baisse les marges des E donc financement plus efficace et moins cher
- épargnants qui ont gagné en pouvoir peuvent exiger un rendement plus important

C'est quand même plutôt avant la globalisation qu'on a des taux d'intérêt plus limités.
Il faut attendre la fin des années 90 – début années 2000 descendent à un niveau comparable avec les TI d'avant la globalisation. Pendant années 80 – 90, TI réels aux USA très élevés, de l'ordre de 5/6% → ils ont davantage bridé la croissance qu'ils ne l'ont soutenu (car dissuade l'investissement de façon importante).
Les effets se sont en partie compensés, et probablement que le coût du financement a plutôt augmenté.

➔ De manière générale, il est très difficile d'établir de corrélation positive entre ouverture financière et croissance éco.

• **Des transferts d'épargne favorables à la croissance**

Le paradoxe de FELDSTEIN-HORIOKA (1980) : étude qui portait sur 16 pays membres de l'OCDE sur la période de 1960 à 1974. Paradoxe car déjà à l'époque, discours dominant était de dire qu'il y avait une faible corrélation entre l'investissement national et l'épargne national (même si circulation des Kx n'était pas encore totalement libre). On s'attendait à l'époque a avoir une corrélation faible alors qu'en fait cette corrélation apparaissait très forte, ce qui était surprenant car on considérait à l'époque que l'éco était très ouverte : l'I et l'S auraient du être décorrélés. Malgré la globalisation financière, le paradoxe de FELDSTEIN-HORIOKA met du temps à disparaître, ce qui montre une contrainte de financement qui reste relativement forte.

⇨ *Les promesses non tenues en matière de développement*

Un des arguments en faveur de la globalisation = les K du Nord allaient se diriger vers les pays du Sud. Mais les faits ne confirment pas cet argument.

• **Le « *paradoxe de LUCAS* »**

Robert LUCAS = économiste américain de la **Nouvelle Ecole Classique** → école connue pour des prises de position très libérales.
Paradoxe formulé en 1990 dans un article intitulé « *Why doesn't capital flow from the rich to poor countries ?* », dans American Economic Review. Ce paradoxe découle de la comparaison entre les flux de Kx constatés empiriquement et la prédiction de la théorie néoclassique. Question : est-ce que les Kx se dirige-t-il effectivement en priorité vers les pays les moins bien doté en K ? Càd d'abord, a priori, des pays riches vers des pays pauvres mais plus particulièrement des pays riches vers les pays les plus pauvres. C'est à partir de cela qu'il a constaté un paradoxe, ce n'est pas les pays les plus pauvres en Kx qui ont attiré le plus de Kx.
En 1990, cet auteur a fait remarquer que les flux de K internationaux entre les pays riches et les pays pauvres étaient très inférieurs à ce que prédisait la théorie néoclassique (hypothèse de la technologie identique, des facteurs homogènes, des rendements factoriels décroissants).
Rendement du K = f($\frac{K}{L}$)

En appliquant ce modèle, il arrivait au fait que la rentabilité du capital en Inde devait être 60 fois plus important qu'aux USA ➔ aurait du engendré des flux considérables mais constat que ce n'est pas le cas.

Ce paradoxe est valable pour les 2 globalisations. Par exemple, lors de la 1ère globalisation, avant la 1ère GM, les ¾ de K sortants du R-U se dirigeaient vers 4 pays : les USA, le Canada, l'Australie et l'Argentine. Ces 4 pays = loin d'être les pays les plus pauvres et les moins bien dotés en K. donc les Kx sortaient bien des pays les plus riches (centre européen) et se dirigeaient vers les pays pauvres mais ce n'était pas les pays les plus pauvres.
De la même façon, lors de la 2nde globalisation : dans les années 90, le K se dirigeait, quand il prenait la direction des pays du Sud, en priorité vers une poignée de pays qualifiés de marchés émergents, loin d'être les plus pauvres en développement. Termes de « *pays émergents* » = création des marchés financiers datant de 1981 : le financier VAN AGTMAËL proposait à ses clients de lui confier des Kx qu'il plaçait dans les pays qu'il qualifiait d'émergents → création d'un « *Emerging market Fund* ». ***Ex** : les 49 PMA (= 800 millions d'habitants) reçoivent ≈ 15 milliards d'IDE en 2011 = 1% du total mondial des IDE. C'est 9 fois moins que ce qu'a reçu la Chine à elle-seule et pas plus que le Danemark ou la Pologne.*
Quelque soit l'époque, les Kx qui se dirigent vers le Sud sont inégalement répartis et ne se dirigent pas vers les pays les plus pauvres mais vers les « marchés émergents » = pays les plus développés des pays pauvres.
A défaut d'aller vers les plus pauvres, ces IDE vont tout de même vers des PED.
➔ **Les K ne se dirigent pas vers ceux qui en ont le plus besoin.**

• **Une finance internationale à contre sens ?**
→ Prolonge le *paradoxe de LUCAS*

Les flux nets en K sont, à l'ère de la 2nde globalisation, encore plus paradoxaux car ils sont souvent orientés des pays les plus pauvres vers les pays les plus riches, c'est pour cela que l'on peut parler de finance à contre sens. On s'attend plutôt à ce que les Kx partent des pays les plus riches (pays à capacité de financement) vers les pays les plus pauvres (pays à besoin de financement). Or, lorsqu'on regarde les faits, on constate que c'est loin d'être systématiquement le cas. On observe même, depuis les années 70, qu'il n'est pas rare que les flux nets en K soient orientés Sud – Nord, des PED vers les pays dvpés → l'excès d'épargne des PED finance les pays dvpés.

On a une finance qui, régulièrement, fonctionne à contre sens, il n'est pas rare que les transferts nets d'épargne se fassent des pays les plus pauvres vers les pays les plus riches.

Dans un rapport sur le commerce & développement de la **CNUCED** de 2008, sur 113 PED sur la période 2002 – 2006, 42 étaient exportateurs nets de Kx.

Selon la **CEPAL** (Commission Economique pour l'Amérique Latine → organisme de l'ONU), pour la période 1983 – 1991, pour la seule Amérique Latine, les transferts nets de Kx des pays de l'Amérique Latine vers les pays du Nord ont été estimés à 200 milliards de $.

Entre 1970 et 2004, PRASAD, RAJAN & SUBRAMANIAN (dans une étude de 2007) ont établi une corrélation positive et nette entre la croissance moyenne d'un pays et sa balance courante pour les pays non industrialisés. Ça veut dire que les pays qui ont connu la croissance la plus forte sont ceux qui ont fait le moins appel aux K étrangers pour financer leur croissance. A veut dire qu'un pays qui aura une balance courante positive (donc excédent courant → pays qui a tendance à exporter des K car capacité de financement forte) = pays qui aura une croissance plus forte car n'importe pas beaucoup de K étrangers. Ce résultat constitue une énigme pour l'analyse économique traditionnelle. C'est ce que les économistes O.JEANNE et P-O.GOURINCHAS ont appelé « ***l'Allocation Puzzle*** » (2007). On rejoint ici les résultats avancés en 2008 dans un rapport commandé par la BM à la Commission sur la Croissance et le Développement : 13 pays ont connu une croissance annuelle moyenne de 7% sur au moins 25 ans depuis 1950. Ensuite, il se focalise sur ce qu'on fait ces 13 pays pour en tirer des enseignements sur une croissance durable. Parmi ces enseignements : les Kx étrangers ne constituent pas un bon substitut à l'épargne nationale pour financer le processus de développement. Ils peuvent éventuellement compléter l'épargne nationale mais de manière limitée. Implicitement, beaucoup de pays qui ont financé leur dvpt grâce aux Kx étrangers n'ont pas pu garder très longtemps une croissance élevée.

Il y a quand même une nuance que l'on peut apporter à ce discours sur les bienfaits de la globalisation financière : « ***Division internationale de la Prise de Risque financière*** » (A.BRENDER, F.PISANI). On peut soutenir l'idée que certains PED, qui ont globalement présenté une capacité de financement, ont pu malgré tout tirer un certain profit de leur ouverture aux Kx étrangers. Pour arriver à cette conclusion il ne faut pas regarder la quantité de Kx entrants et sortants mais la nature de ces Kx. Normalement, excédent courant signifie qu'il y a eu des sorties nettes de Kx et donc qu'il n'y a pas eu besoin de Kx étrangers. Néanmoins, on constate que ces pays ont pu tirer partie de la globalisation financière lorsqu'ils ont réussi à attirer des Kx financiers à LT, notamment des IDE, alors qu'ils ont exporté des Kx à CT → ***Exemple type = Chine*** *qui est une des toutes 1ères destinations des IDE alors que la Chine exporte des Kx à CT (→ achètent des titres du Trésor américain à CT) mais c'est aussi favorable aux autres PED qui ont des systèmes financiers sous-développés.*

⇨ *Un des facteurs de hausse des inégalités dans les PDEM*

Baisse de la part des salaires dans la VA (même si remontée très légère depuis 2008).
Hausse du taux de marge.
Hausse des inégalités.

La France a été moins touchée par ce phénomène mais on le voit tout de même.
Quand on regarde la part des revenus avant impôts perçus par les 1% les plus riches par rapport a l'ensemble de la population, elle remonte avec la deuxième globalisation.
La hausse du taux de marge devrait augmenter l'épargne des entreprises et donc hausser leur investissement mais on observe qu'il y a une baisse de la consommation qui limite l'incitation des entreprises à investir. Cela a un effet positif sur l'épargne des entreprises.

Un système instable

⇨ *Globalisation et crises financières*

• <u>Des crises plus fréquentes</u>

C.KINDLEBERGER : *<u>Manias, Panics and crashes</u>* (*<u>L'histoire mondial de la spéculation financière</u>*) (1978) → l'ouvrage passe en revue les crises financières qui ont pu affecté le Kisme. Ces crises se déroulent un petit peu avec les mêmes ingrédients et les mêmes mécanismes même si le lieu et la forme de spéculation changent. Il commence par la crise de février 1637 sur les actions de la compagnie hollandaise des Indes orientales et la crise des Tulipes (1637).

Impression d'une augmentation importante des crises financières depuis les années 80-90.
Accélération des crises financières depuis les années 80 en tout cas. Grandes crises de cette période :

- **Crises bancaires :**
  1) début années 90 en Europe → libéralisation du secteur financier années 80 (déréglementation) et quelques années après crises bancaires où beaucoup de pays sont touchés, surtout les pays scandinaves, mais aussi d'autres banques européennes en difficulté comme en France (difficulté de Crédit Lyonnais) ou au R-U (faillite de Barings) ;
  2) 1998 : fonds LTCM
  3) 2008 : faillite de Lehman Brothers + grandes difficultés pour : AIG, Royal Bank of Scotland, Northern Rock ;
  4) Crises mexicaines et asiatiques (couplées à des crises de change).
- **Crises de change :**
  1) crise mexicaine de 1994 qui conduit à la dévaluation du peso mexicain ;
  2) crise asiatique qui conduit à la dévaluation du bath thaïlandais en 1997 qui se propage à la zone puis à tous les pays émergents presque (dévaluation du rouble en Russie en 1998 ; dévaluation du real au Brésil en 1999) ;
  3) crise du SME en 1992 – 1993 (dévaluation de la lire, de la livre, du franc).
- **Krachs boursiers** :
  1) 1987 (pas de crise économique) ;
  2) krach obligataire de 1994 ;
  3) e-krach en 2000 ;
  4) multiplication au tournant des années 2000 (2001 – 2003) de scandales financiers : Enron, Parmalat, Worldcom, Vivendi-Universal → répercussion sur les marchés financiers car prise de conscience de la mauvaise qualité des marchés financiers. ➔ Doutes généralisés sur la qualité de l'info sur les marchés financiers qui a conduit à une baisse de l'activité sur les marchés financiers après e-krach de 2000.
  5) crise des *subprimes* en 2008.

Les économistes ont essayé de mesurer précisément les choses → bcp de travaux aux tournants des années 2000. On peut s'appuyer sur le recensement du **Conseil d'Analyse Economique** qui publie un rapport sur les crises financières → 2004 : R.BOYER, D.PLIHON, *<u>Les crises financières</u>*. *Qu'est-ce que font les économistes ?* Ils essaient de repérer statistiquement et empiriquement toutes les crises financières. On est obligé d'adopter des conventions pour repérer les crises. Pour une crise de change, on va définir un indicateur d'un seuil de baisse du TC à une période donnée → à chaque baisse de 20% du TC sur une année, on considère qu'il y a crise de change. On peut imaginer que les autorités parviennent à empêcher la baisse de la monnaie, néanmoins on peut considérer qu'il y a quand même une crise de change car c'est un coût élevé. D'autres approches s'appuient sur la variation des réserves de change (si forte variation alors crise de change) ou sur la variation du TI.
Pour les crises bancaires, c'est un peu la même chose. On peut regarder les plan de sauvetage publics par exemple → banque ne fait pas faillite mais crise bancaire quand même. Le % de placements défaillants ; % de défaut de remboursements de crédit ; l'adoption de mesures du types fermeture

temporaire des banques, gel de dépôt. De la même façon, pour les crises boursières (krach boursier), on peut s'appuyer sur un indicateur de baisse de la valeur boursière.

Sur la base de ces différents critères, l'étude permet de repérer les crises financières (étude de la fréquence des crises financières). On va regarder chaque année si un pays est touché ou non par un des différents types de crises financières. Cela peut permettre de calculer un indice de crise, qui permet d'établir une probabilité que les pays connaissent une crise pendant la période.

→ Cf. dossier p.31

Si on compare période de BW à la période actuelle → + grande fréquence des crises aujourd'hui.

C'est surtout sur les crises bancaires que les évolutions sont les plus grandes. Crises bancaires relativement peu fréquentes sur la 1ère période de l'étalon-or, bcp plus fréquentes dans l'entre-deux-guerres et on réapparu à la fin de BW (période 1973 – 1997). Donc s'il n'y a pas de crises bancaires sous BW, il n'y a pas de crises jumelles. La période de la 1ère globalisation financière était finalement relativement stable, y compris même par rapport à BW. Sans doute que, dans le cadre de l'étalon-or, avec un régime monétaire stricte encadré, il y avait moins de chance de crises.

Quelques chiffres généraux (→ source BORDO, AL 2001 ; CAE 2004) : la fréquence est la probabilité d'obtenir une crise bancaire et/ou de change :

	1ère G° (1880 – 1913)	**Entre-2-guerres**	**BW**	**2nde G° (1971 – 1997)**
Probabilité crise bancaire et/ou crise de change	Un peu – de 5%	+ de 12%	6 – 7%	10 – 12%

Donc pendant la période de l'étalon-or, les crises financières sont bcp plus faibles.

Est-ce que la globalisation a accru la fréquence des crises financières ?

1ère globalisation = + stable (- de crises que sous BW) alors que 2nde globalisation = bcp de crises.

Stabilité du marché financier dépend :

- régime monétaire
- degré libéralisation intérieur
- degré d'ouverture / contrôle de change

→ Cf. tableau p.32

Constat : selon les auteurs, les travaux statistiques confirment une corrélation entre la fréquence des crises bancaires et le degré de libéralisation intérieure et extérieure. + la finance est libéralisée au plan intérieur et extérieur, + les crises bancaires sont fréquentes → résultat très net.

Les crises sont donc plus fréquentes même s'il faut nuancer, elles sont aussi plus profondes et plus globales (à nuancer aussi). Les crises jumelles sont les plus douloureuses (+ grand coût en terme de PIB).

<u>Des crises plus profondes et plus globales</u>

→ Cf. tableau 8 p.34

Pour estimer la profondeur des crises. On essaie d'estimer la perte de production engendrée par la crise. *Combien coûte une crise financière ?* En moyenne, c'est un peu plus de 8% du PIB qui est perdu avec une crise financière durant la 2nde G° contre 5% dans la 1ère. Empiriquement, on peut voir qu'en fait les crises semblent plus profondes aujourd'hui, la perte de PIB est plus importante, c'est surtout vrai pour les pays industrialisés. De ce point de vue, la 1ère G° ne se différencie pas trop de la 1ère. Ce qui explique en partie ce résultat, c'est l'ampleur des crises jumelles qui avaient disparu pendant la période des 30 Glorieuses. Or, ces crises sont particulièrement profondes et douloureuses, il faut multiplier par 2, voire plus, le coût de ces crises. Ces crises jumelles sont quasi absentes de la période 45-71, la moyenne est ainsi plus basse.

Le coût moyen d'une crise bancaire pour le budget de l'Etat (ressources dépensées en moyenne pour pallier aux difficultés des banques → coût du sauvetage budgétaire des banques) est estimé à 13% du

PIB entre 1971 et 2000. En 1997, en Indonésie, cela atteint 50% du PIB alors qu'en Suède le coût est très faible car la gestion de la crise a été très bonne. En France, sur la période de 1994 – 1995, cela équivaut à 1% du PIB.
→ Cf. tableau 2 p.38

• <u>Quelques exemples récents de crises financières</u>

→ Cf. dossier

Ingrédients que l'on retrouve dans les crises financières :
L'innovation financière qui a pour ambition de contourner les règles existantes. On retrouve ici le rôle pervers de la concurrence qui incite à prendre des risques excessifs. Ça prend aussi la forme d'une cupidité contagieuse. On a aussi le rôle du crédit qui alimente la spirale cumulative, notamment en finançant la spéculation à crédit.
L'importance des inégalités sociales → contexte d'éclatement de crise sont souvent marqué par un contexte de montée des inégalités sociales dans la mesure où ça entraîne un tx d'épargne plus important des riches et donc il y a plus de Kx à placer sur les marchés.
Malversations : pratiques frauduleuses, illégales, etc.

Crise mexicaine, crise astatique, crise des *subprimes* (marquée par la titrisation). Crise suédoise (années 1990).

⇨ *Une économie soumise au rythme de la finance*

La globalisation aurait renforcé cycles éco et les auraient amplifiés. Les cycles éco auraient une origine financière. C'est la variation des crises financières qui imprime le rythme de l'éco.
Constat peut s'appliquer aux PDEM et aux PED.

• <u>Le retour des cycles financiers dans les PDEM</u>

30 Glorieuses : presque disparition des cycles éco, pas de récession.
Mais on constate depuis les années 80 le retour des cycles avec le retour aussi régulier de périodes de récession (en général assez courte car politique monétaire est toujours présente). Crise plus ou moins tous les 10 ans. Ces retournements conjoncturels coïncident avec des crises financières donc l'éco alterne des phases de croissance assez forte alimentée par un boom du crédit : montée du prix des actifs et hausse de l'endettement. Ensuite, il y a une crise financière. Puis, on bascule dans une période de récession alimentée restriction du crédit : baisse du prix des actifs et désendettement.
L'éco des PDEM est plus cyclique car ils ont une dimension financière assez nette.
Néanmoins, ces récessions restent assez limitées malgré tout, du moins jusqu'à la crise actuelle, grâce à une bonne régulation conjoncturelle. Et les pays ne sont pas toujours touchés par la récession (Ex : France ≠ touchée par récession en 2000). Structures financières saines.

• <u>Des flux de capitaux étrangers volatils et procycliques dans les pays émergents</u>

Quand la croissance est forte dans les pays émergents, les K étrangers sont attirés dans ces pays, ce qui nourrit davantage l'investissement, la consommation et soutient encore la croissance donc cela soutient l'éco → entraîne montée du prix des actifs donc hausse de l'endettement. Inversement, quand les Kx repartent, cela provoque un arrêt brutal de la croissance éco ce qui fait davantage fuir les K ce qui accentue la dépression dans ces pays.
L'ouverture financière accentue le cycle éco dans ces pays.
On parle alors de « ***sudden stop*** » = conséquence de dépendance financière, cad retrait brutal de K → un pays qui a besoin de K étrangers pour se financer est vulnérable lors d'un retrait brutal de K.

Normalement, cela ne devrait pas trop arriver si les marchés étaient efficients. Cela provoque des crises financières et des difficultés

→ Cf. doc 3 graphiques p.35
→ Cf. tableau 7 p.34
→ Cf. tableau 2 p.35

Exemples de « sudden stop » :

- ***Au XIXe siècle :*** *Fin XIXe siècle → grande dépression donc croissance très faible. Dans ces conditions, perspectives de profit = assez limité en Europe + TI assez bas. Donc Europe a exporté ses K dans les pays neufs car croissance plus élevée là-bas. Donc années 1880, entrées massives de K dans les pays neufs. Mais à la fin des années 1880, dépression en Europe se résorbe donc remontée des TI décidée d'abord par la BoE puis autres banques (comme France notamment) → mouvement de recul des K des pays neufs donc ça a provoqué des crises financières dans ces pays.*
- ***Après 2008*** *: politique monétaire accommodante dans les pays du Nord pour contrer la crise → achat massif de bons du trésor par la BC américaine => baisse des TI dans les PD => afflux massif de K dans les pays émergents => hausse du taux de change de ces monnaie émergentes (+ risque de déséquilibres car K pas forcement à LT, risque de bulles..., d'ou parfois mesures de contrôle des K).*
- ***En 2013*** *: la FED a annoncé qu'elle allait ralentir son programme de soutien à l'éco nationale en réduisant ces programmes d'achat des bons du Trésor → les TI commencent a ré-augmenter au Nord, et les investisseurs anticipent un prolongement de cette hausse → retrait brutal des K des pays émergents → menace de crise de change dans ces pays, contrée par l'accumulation de réserves de changes.*
  Janvier 2012 – avril 2013 : + 150 milliard de $ dans BRICS (surtout Brésil, Inde, Afrique du Sud).
  Avril 2013 – septembre 2013 : - 40 milliards de $ dans BRICS (surtout Brésil, Inde, Afrique du Sud).

Tous les 8 – 10 ans → cycle avec une croissance décalée entre les pays de la périphérie et les pays du centre. Cela pose des problèmes de financement à LT.
De tels constats peuvent justifier la mise en place d'un certain contrôle des K, notamment sur les flux à CT.

Conclusion : une dynamique institutionnelle ?

On peut s'appuyer sur étude économétrique pour évoquer l'idée d'une dynamique institutionnelle. Les effets de la libéralisation et de l'ouverture = assez incertain. Globalement, les espoirs ne sont pas au RDV. Ce résultat un peu décevant peut s'expliquer par le fait que expériences des pays = très diverses. Dans certains cas, on n'observe pas de résultat. Idée suggérée par auteurs du FMI : cela dépend de la qualité des institutions en place. Lorsque le pays dispose avant de s'ouvrir d'un cadre institutionnel déjà relativement robuste et efficace, cela veut dire un marché financier déjà assez dvpé et déjà relativement bien régulé (cad surveillé) et lorsque la BC mène une politique jugée crédible (en faveur de la stabilité), on peut avancer l'idée que l'ouverture va renforcer encore cette efficacité et les dommages collatéraux évoqués par les auteurs seront au RDV. Au contraire, si les pays choisissent une ouverture un peu précipitée (m financier très peu dvpé, mal régulé), si les autorités monétaires ont une politique très peu crédible, l'ouverture ne fera que renforcer l'instabilité de ces pays.
Effets de catalyse
La qualité des institutions elle-même conditionne les effets de la globalisation. Interaction entre globalisation et institution qui peut être à l'origine soit d'un cercle vicieux, soit d'un cercle vertueux.

On a distingué 2 types de pays au XIX^{e} siècle qui s'opposent sur leur degré de dvpt et sur la qualité de leur cadre institutionnel :

- PPE → cadre institutionnel sans doute + stable et efficace notamment parce que règles de l'étalon-or plus respectées dans ces pays. Ils avaient aussi déjà enclenché leur processus de dvpt. Donc K étrangers ont plutôt servis de complément aux K intérieurs, ils ont davantage été investis à LT notamment dans le financement des infrastructures pour permettre l'unification du Marché National. Suivent le schéma de la théorie des stades de la BP. A plus CT, ces pays ont aussi mieux résisté à la volatilité des K (moins dépendants des K). Pol monétaire étant + crédible, il y avait aussi moins de crainte de dévaluation.
- Semi-périphérie → cadre institutionnel – stable, dvpt – engagé donc K dans ces pays = + volatils, ils ont surtout davantage entrainé la dépendance des semi-périphéries vis-à-vis du centre. Ça n'a pas vraiment permis le dvpt d'un Marché National mais un approvisionnement du centre en matière première grâce à la spécialisation primaire qu'ils ont réalisé. Cela a aussi conduit les Etats en question à devenir dépendant des pays créanciers. On a mis en place dans ces pays des caisses de réduction de la dette souvent placé sous la direction d'administrations européennes (mise sous tutelle par le créancier). + PAS. Certains pays ont quand même réussi à tirer profit de l'afflux des K étrangers (Ex : Chine, dragons asiatiques) mais d'autres n'ont pas su le faire (Ex : pays africains).

Ce constat conduit à des évolutions du consensus politique aujourd'hui. Le FMI aujourd'hui préconise des politiques un peu plus progressives mais avec plus de nuances (calendrier optimal est d'ailleurs assez discuté). Une ouverture précoce peut être préjudiciable à la croissance. On s'oriente aujourd'hui vers l'idée qu'il faut une ouverture progressive : d'abord libéralisé le système en interne (levé les règles en interne pour voir si le système est assez solide) avant de l'ouvrir aux K étrangers.

Aujourd'hui, on a beaucoup plus de pragmatisme vis-à-vis des institutions par rapport aux contrôles de K. Ce n'est pas forcément à proscrire. On peut d'ailleurs tirer profit de la G° que si l'on a une ouverture régulée et encadrée.

Partie 3 : Réguler la globalisation

1) La régulation de la globalisation et ses dysfonctionnements

Régulation économique = processus complexe par lequel un système éco parvient à se reproduire dans le temps en conservant l'essentiel de ses caractéristiques structurelles par-delà les crises qui l'affectent.
La régulation ne passe pas forcément par la réglementation → par exemple, on peut nourrir des espoirs vers une autorégulation du système dans ce cas les différents acteurs se coordonnent de façon harmonieuse et permet au système de limiter les crises ou de mieux les gérer. Dans ce cas, on n'a pas besoin de réglementation.
Régulation interne = autorégulation → acteurs = libres d'agir comme bon leur semble mais il se trouve qu'ils se contrôlent les uns les autres ce qui permet de réguler le système.
Régulation externe = réglementation → on estime que l'autorégulation ne suffit pas pour réguler le système.

Gouvernance = « *Mode de contrôle, d'organisation, de coordination et de régulation s'exerçant au sein d'entités géopolitiques ou économiques complexes plus ou moins étendues* » (dictionnaire Nathan).

De la réglementation à la déréglementation

⇨ *Un système censé s'autoréguler*

• **Le fruit de la déréglementation**

??????????????????????????

• **Les principes de l'autorégulation**

L'idée d'une autorégulation du système financier repose bien sûr sur la théorie des marchés efficients (***→ cf. théories partie 2***). Idée très générale de ces théories : il suffit que l'info circule bien sur les marchés et que la concurrence entre les acteurs du système soit garantie pour assurer l'autorégulation du système. Dans ce cas, on n'a as besoin d'une réglementation externe, il suffit d'assurer cela. Si c'est le cas, la théorie des marchés efficients nous dit que la spéculation est stabilisatrice, les investisseurs cherchent juste à s'enrichir et par ce comportement égoïste, ils dirigent les actifs vers leur valeur fondamentale. Si les marchés affichent les bons prix, ils mettent en place les conditions d'une allocation optimale des facteurs. De la même façon, de manière générale, la concurrence permet de discipliner les comportements et de sélectionner les bonnes pratiques → ***Ex :*** *si une banque se lance dans des OP trop risquées, elle sera rapidement menacé par une fuite de dépôts et donc investisseurs/épargnants iront voir la concurrence*.

• **Les institutions de l'autorégulation**

Derrière cette hypothèse des marchés efficients, il y a des institutions, des règles mais aussi des acteurs, des organisations qui font circuler l'info, qui garantissent la concurrence sur les marchés donc qui font que les marchés sont efficaces. Donc le marché est un cadre institutionnel.
Idée ? **Règles nécessaires à la régulation du marché sont édictées par le marché lui-même**. Le marché contrôle le marché par :

- Les **normes de gouvernance des E** : les E sont incitées à mettre en place des règles de fonctionnement, des organes de contrôle internes (conseil d'administration, comité d'audit, comité de rémunération), les E sont amenées à communiquer sur leurs pratiquent, projets, etc. tout ceci est fait parce que les acteurs financiers l'exigent → ils exigent de telles normes qui

garantissent la transparence des E, qui limitent la prise de risque des E. Ceci est prolongé par des codes de bonne conduite souvent édictés par des organisations professionnelles et les acteurs s'y conforment. Les acteurs ont rationnellement intérêt à mettre en place ces pratiques parce qu'ils sont contrôlés par d'autres acteur sur le marché.

- **Règles édictées par les sociétés qui gèrent les bourses** : demandent aux E qui veulent être cotées de respecter certaines règles pour assurer la qualité de l'info. Les E qui veulent être cotées sur le marché doivent publier leurs comptes, les faire certifier par des cabinets indépendants, consulter un cabinet d'audit particulier. Info objective, neutre et complète sur le fonctionnement de l'E. les E doivent communiquer sur leurs résultats.

Donc les règles de fonctionnement du système financier sont produites par le système lui-même, cad les différents acteurs du marché financier.

Parmi les grands acteurs, on a :

- **cabinets d'audit** → Ex : *Big Four* = « KPMG », « Ernst & Young », Price watterhouse coopers, Delatte, etc.
- **agences de notation** = sociétés privées qui rendent un service commercial qui consiste à noter les emprunteurs. C'est à la demande des E que ces agences évaluent, en toute indépendance, la qualité, la solvabilité des emprunteurs par une lettre comprise entre AAA et C (voire D). 3 gdes agences : Moody's, Fitch, Standard & Poor's.
- **institutions financières** :
  1) banques : continues à conseiller leurs clients.
  2) Investisseurs institutionnels : apportent leur expertise.

➔ Tous ces agents sont censés faire circuler l'information et permettre la concurrence pour faire fonctionner la régulation du marché financier (assurer l'efficience des marchés). Si un tel système fonctionne bien ➔ pas besoin de règles pour réguler le système, de contrôle extérieur. C'est sur la base de ces recommandations que la finance fut déréglementée.

⇨ *Les vestiges de la régulation externe*

Malgré la déréglementation qui s'accélère à partir des années 80, il reste néanmoins des éléments de régulation externe, le système n'est pas livré à lui même :

• <u>Supervision financière par des autorités</u>

Ce sont les agences publiques qui sont chargées d'édicter des règles qui ont pour objectif de garantir la circulation de l'information et la concurrence. Il ne s'agit pas de prescrire certains comportements ou d'en interdire d'autres mais de contrôler le tout.

Exemples :

- ***France** : **Autorité des marchés financiers** (AMF) créée en 2003 mais avant c'était Commission des opérations de bourses (1967) + Conseil des marchés Financiers en (1996) ➔ Fusion + réorganisation en 2003 :*
  1) *Contrôle l'information délivrée par les institutions financières avec pour objectif de protéger les épargnants qui investissent dans des produits financiers.*
  2) *Définit des règles d'organisation des sociétés de bourses, donne son accord à la création de produits financiers.*
  3) *Enquête sur les comportements des acteurs sur le marché (ex : délits d'initiés = quand un émetteur de titre dispose d'une information privée qu'il ne diffuse pas et dont il se sert pour faire des profits sur ces propres titres).*
- ***USA** : **Security and Exchange Commission** (1934).*
- ***R-U** : **Financial Services Authority** (2000).*

➔ *Ces différentes autorités se réunissent au sein du **Forum de Stabilité Financière** créé par le G7 en 1999 transformé en 2009 en **Conseil de Stabilité Financière**.*

• **Règles prudentielles internationales**

Elles ont été décidées au sein du **Comité de Bâle** qui réunit les banquiers centraux du **G10**. **Comité de Supervision des Banques** (1974) à l'initiative de Paul VOLCKER à la suite de la faillite de la Banque Herstatt. Ce Comité émet des recommandations (cadre d'une régulation externe mais qui reste relativement souple). Ces recommandations sont discutées avec les représentants des grandes banques internationales. Ces recommandations concernent la prise de risque par les grandes banques (concernent uniquement les banques). Les négociations ont abouti aux 1ères recommandations en 1988 (= Bâle 1) : décident d'un **ratio de solvabilité** (**Ratio Cooke**) pour éviter les faillites de grandes banques (ce ratio ne se concentre que sur le risque de crédits des banques) → on va imposer un minimum de fonds propres des banques en fonction des crédits totaux qu'elles ont accordé : le fond propre d'une banque doit être ≥ à 8% de leurs engagements (càd des crédits qu'elles ont accordé). C'est un exemple de régulation externe amicale au marché car négociée avec les dirigeants des grandes banques. Il faut que les Etats transposent ces règles au niveau national, ce qui explique que Bâle 1 ne commence à s'appliquer seulement dans les années 90. Avant la crise de 2008, une centaine de pays appliquaient ces règles. Nouvelles recommandations en 2004 (Bâle 2) : **Ratio MacDonough**. Bâle 1 se limitait au risque de crédit alors que Bâle 2 intègre le risque de marché à la marge ainsi que la nature des engagements (+/– sûrs) → Ratio Cooke était critiqué car il ne s'occupait que du risque de crédit et donc le nouveau ratio intègre à la marge le risque de marché et le risque opérationnel. Risque de crédit = 85%, risque de marché = 5% et risque opérationnel = 10%. De plus, ce ratio Cooke ne prenait pas compte de la nature des crédits accordés et le risque réellement pris par la banque. Ratio McDonough intègre le risque pris par la banque en fonction des emprunteurs.

• **Rôle de prêteur en dernier ressort des autorités**

Rôle de prêteur en dernier ressort est nécessaire pour gérer les risques systémiques.
Rôle de régulation de la politique monétaire très important et budgétaire. Avant la crise : Consensus de Jackson HOLE → les BC n'avaient pas à se préoccuper de la stabilité financière, il fallait qu'elles réagissent après la crise ➔ Argument : il est difficile de savoir quand est-ce qu'il y a une bulle sur le marché. Elles réagiront ainsi très rapidement une fois la bulle éclatée.
Si on confie aux BC la stabilité financière, elles ne doivent pas lutter que contre l'inflation ➔ conflit d'intérêt. Lorsque la crise se déclenche ➔ pb de liquidité ➔ besoin d'un acteur extérieur au marché pour fournir des liquidités sans bloquer le financement. On pense d'abord au refinancement des banques qui, face aux inquiétudes de la part des épargnants, sont vulnérables à un retrait des dépôts (ex : le ruée au guichet) (comportement rationnel de la part des épargnants) mais la banque ne peut pas rembourser tous les dépôts réalisés car elle les a prêté. Cela ne remet pas en cause sa stabilité mais à CT elle n'a pas de quoi rembourser les dépôts ➔ pb de liquidités qui peut engendre une faillite. Il est par conséquent nécessaire que la BC assure le refinancement des banques = elle doit prêter à guichet ouvert aux banques qui sont solvables.
Rôle identifié dès la fin du XIXe par THORNTON (1872) et BAGEHOT (1873). Ces prêts doivent être illimités.
De même, sur les marchés financiers, il est possible de vendre ses titres à prix élevés à conditions que tous les acteurs ne veulent pas vendre leurs actifs en même temps. Quand mouvement de panique sur le marché ➔ ventes de précaution ➔ effondrement des cours ➔ marché incapable de trouver un prix plancher (car cercle vicieux vente – baisse des prix).

De la même façon, nécessité d'une autorité qui joue le rôle de prêteur en ressort : il faut que quelqu'un joue le rôle d'acheteur de titres sur le marché (teneur de marché). Les BC interviennent rarement (sauf sur le marché de la dette publique) car cela menacerait la stabilité. Mais elles peuvent jouer indirectement ce rôle ➔ la BC prête à des grandes banques qui obtiennent une garantie de refinancement par la BC, ces grandes banques se portent acheteuses et calment la panique. Chaque acteur individuel cherche à se protéger du risque mais en faisant ça il augment le risque général.

***Ex** : en 29 : ce rôle de prêteur en dernier ressort n'a pas bien été joué par les autorités. La FED a laissé beaucoup de banques faire faillite ➔ baisse de la masse monétaire ➔ considéré comme un des causes de la profondeur de la crise de 29. On a donc retenu les leçons du passé.*

Rôle de prêteur en dernier ressort qui doit aussi être joué par les autorités budgétaires (gouvernements) en cas de problème de solvabilité de grandes institutions financières (pb fondamental). Il est alors pas question de leur prêter des fonds mais il faut les sauver pour éviter crise générale ➔ mobilisation d'argent pour assurer la continuité des paiements.
***Ex** : aides publiques, nationalisations : suite à la crise de 2008 ➔ beaucoup de nationalisations partielles ou totales :*

- *AIG (assureur) aux USA,*
- *Northern Rock + Royal Bank of Scotland au R-U,*
- *sauvetage des banques japonaise au début des années 90*

Rôle de prêteur en dernier ressort au plan international ➔ ce rôle découle de la globalisation, de l'interdépendance des marchés nationaux. Les difficultés de certaines institutions dans un pays peut avoir de répercutions dans d'autres pays (cf. dettes croisées).
De la même façon, l'effondrement d'un marché financier dans un pays peut avoir des conséquences sur d'autres marchés car échanges. Les autorités nationales jouent ce rôle, mais ce n'est pas toujours suffisant car chaque autorité d'un pays peut avoir tendance à défendre l'intégrité financière de leur pays (ex : laisser tomber les filiales étrangères d'une banques du pays). Il faut coordonner les comportements au niveau international pour éviter comportements de passagers clandestins. ***Ex** : Faille de la banque Herstatt en All en 1974 qui fait prendre conscience de la répercussion d'une faillite au niveau international*.
Il faut coordonner ce rôle au plan international. Aussi parfois ça ne suffit pas car les autorités nationales ne peuvent pas jouer ce rôle, notamment quand les banques en difficulté on des engagements en devises étrangères, or la BC nationales ne peut pas émettre ces devises. Parfois il y a conflit d'objectif → ***Ex** : crises jumelles ➔ il faut sauver les banques (émettre monnaie) + stabiliser le taux de change (contraction monétaire) ➔ besoin d'un prêteur extérieur international ➔ rôle qui peut être joué par le FMI, par les BC des pays développés, par les gouvernements des pays développés (souvent USA).*

Les défauts de la régulation actuelle (càd avant crise 2008)

⇨ *Les défaillances de l'autorégulation*

• **Une autorégulation utopique**

Les 2 composantes de l'autorégulation (circulation de l'information, la concurrence) ne fonctionnent pas parfaitement. → ***Cf. Partie 2 : imperfection de l'information et effets pervers de la concurrence***.
Cf. Thèse sur l'instabilité intrinsèque du marché — Partie 2
Hypothèses extrêmement fortes pour la création d'un marché financier efficient.
Effets pervers de la concurrence.
Instabilité renforcée par la globalisation.
Théorie de l'instabilité intrinsèque des marchés financiers : « ***Myopie intrinsèque des marchés financier*** ». les acteurs sur le marché financier ne voit pas très loin → ce concept est utilisé pour montrer l'incapacité structurelle des marchés financiers à contrôler le risque de système. Il est très difficile pour des acteurs isolés de prendre la mesure du risque de système et par conséquent de ce protéger contre ce risque → pb d'accès à l'information. Par ailleurs, la concurrence n'incite pas les agents à le prendre en compte, du coup ils ne le font pas.

En effet, la banque, lorsqu'elle accorde des prêts, supporte le risque de défaut ➔ dépend en partie des crédits accordés par toutes les autres banques (s'il y a beaucoup de crédits accordés dans l'économie,

globalement, le risque augmente). Cependant, la banque individuelle ne contrôle pas seule le niveau global de l'endettement dans le pays. Elle peut difficilement se protéger contre ce risque de système, d'abord parce qu'elle ne connaît pas bien ce risque de système. Elle peut savoir qu'elle est son exposition au risque mais elle ne connaît pas précisément le comportement suivi par toutes les autres banques. Elle ne peut au mieux le découvrir qu'après coup. ***Ex** : lorsqu'elle accorde un crédit à un ménage pour acheter un bien immobilier, sa capacité de ce ménage à rembourser dépend aussi de la situation du marché immobilier.*

En situation de concurrence, la banque n'a pas intérêt à prendre en considération le risque de système. Lorsqu'elle accorde un prêt, elle accroit le risque de système. Simplement, ce risque concerne tous les acteurs du système alors que les profits qu'elle retire sont individuels. On se trouve donc face à une situation similaire à l'exploitation de ressources communes *(exemple de la pêche : le pêcheur individuel réduit le stock de poisson qui concerne tout le monde, mais les bénéfices de la vente de sa pêche ne sont que pour lui)*

Tragédie des biens communs (G. HARDIN).

Accorder des prêts est individuellement rentable même si ça augmente le risque général. En situation de concurrence, les acteurs ne peuvent pas être reprochés de ne pas le prendre en compte car si lui ne prête pas d'autres le prêteront.

D'autant plus que ce risque n'est pas probabilisable, ce qui fait qu'il est structurellement sous-estimé par les acteurs financiers jusqu'à ce qu'il se matérialise par une crise. C'est un argument assez justifié pour proposer une gestion macro-prudentielle. Il s'agit bien de regarder le niveau global du risque et non pas individuel.

Les agences de notation sont dans la même situation. Elles évaluent un acteur isolé mais n'incluent pas dans leur notation le risque de système. Cela se traduit par le fait que les agences de notation ne voient pas venir les crises mais accompagnent le risque de cycle financier (bonnes notes dans les phases de croissance donc renforce la croissance donc facilite le financement).

• **Des défaillances institutionnelles : manque d'indépendance des acteurs et « cupidité contagieuse »**

Défaillances qui tiennent au manque d'indépendance des institutions. → Exemples :

- Les **agences de notation**, qui ont un rôle important ➔ Elles sont rémunérées par les émetteurs de titres qui payent leur note donc elles ne sont pas forcément objectives. On peut envisager qu'une agence de notation n'a pas intérêt à froisser son client et que donc elle note de manière plutôt favorable les titres émis par ses clients. De plus, ces entreprises sont en oligopole et si pas assez de concurrence ➔ baisse de la qualité car ne sont pas incitées à aller chercher l'information de manière approfondie.
- Les **cabinets d'audit** = services obligatoire et exigé par les investisseurs institutionnels qui vise a garantir la qualité de l'information. Cabinets rémunérés par les entreprises qu »ils évaluées ➔ manque d'un risque d'objectivité
- Les **banques** : soumise a un conflit d'intérêt aussi car elles conseillent les clients. Elles ont d'un côté un rôle essentiel puisqu'elles conseillent les épargnants, vendent des produits financiers aux épargnants et vendent la qualité des produits pour arriver à les vendre. Dans le même temps, il y a des départements dans les banques qui spéculent sur la base des fonds propres de la banque. Elles peuvent ainsi conseiller à des clients d'acheter tel ou tel produit pour les vendre à son propre compte.
- **Hedge Funds** = fonds spéculatifs ➔ s'adressent à une clientèle d'investisseurs avisés ➔ pas les mêmes obligation réglementaire que les autres. Mais ces fonds sont financés par les banques en grande partie ils empruntent aux banques pour pouvoir placer encore plus sur le marché ➔ démultiplication de leur rendement (effet de levier d'endettement) ce qui est a l'origine pour la banque de revenus importants. La banque confie même parfois ses fonds aux fonds spéculatifs. Le conflit d'intérêt peut alors être important.

- Les **CA des entreprises** : l'entreprise doit être surveillée en interne par des agents qui n'ont pas d'intérêt dans l'entreprise pour avoir un jugement objectif. Rôle essentiel de contrôle des agents extérieurs. Les CA sont rarement indépendants car les membres ont tout de même souvent des liens qui les lient à l'entreprise (lien commercial, réseau, administrateurs croisés …).
- Les **analystes financiers** → *Ex : Goldman Sachs*.

La concurrence ne parvient pas à discipliner les comportements, au contraire, elle entretient une « ***cupidité contagieuse*** » (« *infection greed* ») des agents comme le montre la multiplication des scandales financiers depuis les années 90.

Ces **défaillances institutionnelles ont mis en lumière de nombreux scandales → *Exemples*** *:*

- ***Long Term Capital Management*** *(LTCM) –* ***1998*** *: fond qui avait participé aux travaux dans le sillage des marchés efficients. A émis des actifs.*

Affaire Long Term Capital Management *(Hedge fund américain créé en 1994 par J.MERIWETHER)*
Fonds qui devient une machine spéculative incontrôlable grâce à des outils mathématiques et à la réputation de son fondateur
Surpris par le défaut de paiement de la Russie, le fonds a dilapidé plus de 90 % de ses fonds propres en quelques semaines pour éponger les pertes quotidiennes. Le 20 septembre 1998, la faillite semblait inévitable, et le hedge fund menaçait d'entrainer dans sa chute 75 banques internationales.
Pour éviter la catastrophe → Greenspan (président FED) invita les patrons des banques de Wall Street à mobiliser plus de 3 milliards et demi de dollars pour juguler la crises mais → paralysées et les investisseurs n'osèrent plus prendre aucun risque → menace d'une grande récession → septembre 1998 : Greenspan baisse les taux d'intérêt de la FED → assouplissement mondial du crédit.
Initiatives qui sauvèrent LTCM.

- ***Parmalat – 2003 :***

Affaire Parmalat *(entreprise italienne)*
Réussite grâce la réputation du son fondateur et à une mondialisation libérale de l'entreprise
Installe des filiales partout dans le monde + sociétés relais dans des zones offrant des facilités fiscales + dans des paradis fiscaux
1990 : entrée en bourse
Dissimule ses comptes grâce à des moyens frauduleux à la base de malversations comptables + faux bilans + documents truqués + sociétés offshore → Traçabilité de l'argent et analyse des comptes impossibles.
Novembre 2003 : Doute sur investissements + Standard and Poor's qui baisse sa notation → chute de l'action → inquiétude des détenteurs de d'actions et des créanciers → Parmalat fournit un document de la Bank of America aux Iles Caïman justifiant l'existence d'une cagnotte qui permettrait de rembourser ses dettes avant fin 2003 → Document faux => effondrement de l'action → ruine des investisseurs et petits épargnants

- ***Enron/Andersen – 2001 :***

Affaire Enron/Anderson
Croissance fulgurante car maitrise des marchés à terme et des produits dérivés
Octobre 2001 → Résultats en forte baisse + apparition des premières difficultés de la trésorerie → baisse des cours → méfiance des investisseurs → dégradation des notations → soupçons sur les manipulations des comptes → démissions … → Spirale vicieuse → Mise en faillite du groupe
Principaux aspects du sinistre :
- *chiffres d'affaire gonflés*
- *création de milliers de sociétés pour dissimuler la dette et empêcher vision globale du groupe*
- *Actifs sur-évalués ++*
- *Comptes audits et certifiés par le capité d'audit de renommée mondial Anderson => complice*

- ***Vivendi***
- ***Worldcom***
- ***Goldman Sachs – 2007 (cf. dossier p.41 – 44)***

→ La plupart de ces scandales sont le résultat de malversations comptables (tout était dissimulé grâce à des artifices comptables en grande partie conseillé par les cabinets d'audit, les agences de notation ont accordé une bonne note jusqu'au dernier moment où elles se sont rendus compte de la supercherie et les analystes financiers conseillaient jusqu'au dernier moment aussi d'acheter ces actions → donc on voit bien qu'il y a une mauvaise circulation de l'info sur le marché financier) =+> doute généralisé sur la qualité de circulation de l'info → engendre une forte baisse du marché des actions dans la plupart des pays dvpés.

Ces défaillances ne sont pas seulement propres à la 2nde globalisation, càd à la crise récente. À partir de 1929 déjà, la Commission Pecora, après avoir enquêté sur les fraudes qui avaient eu lieu avant la crise a constaté des comportements similaires (***Ex** : la Citibank avait eu des pratiques similaires à Goldman Sachs à l'époque de 29*).
Plus récemment : cas de scandales de manipulations des cours. Les grandes banques européennes, notamment la société générale, ont été accusées de manipuler les cours (LIBOR et l'EURIBOR) ➔ condamnées par la Commission Européenne au nom de pratiques anti-concurrentielles à une amende d'environ 1,5 milliards d'€.
On a donc l'idée que la concurrence, au lieu de discipliner les comportements, conduit à une « *cupidité contagieuse* », des pratiques frauduleuses pas si anecdotiques que cela car nombreuses. Cependant, ceci n'est pas forcément inévitable. Ce n'est simplement pas évident à organiser.

⇨ *Une régulation interne inefficace*

• <u>Une régulation indirecte et incomplète</u>

La **régulation externe semble aussi souvent inefficace**. En effet, elle semble déjà indirecte et incomplète :

- Les **règles prudentielles sont limitées aux banques**, donc les autres institutions financières grandissantes sont beaucoup moins contrôlées et ne sont pas soumises par les règles. Conséquence : <u>les règles en questions sont facilement contournables</u>. Ex : le mécanisme de la titrisation : Les banques ont en effet titrisé une partie des crédits accordés, ce qui leur permettait d'accorder de nouveaux crédits ➔ « ***shadow banking system*** », ou « ***système bancaire alternatif*** » pour BRENDON et PISANI = une partie de plus en plus importante des crédits importés n'apparait plus dans les bilans bancaires. Cette titrisation est ancienne mais elle a pris une ampleur considérable avant la crise, ce qui a facilité la bulle de crédit.
- **La dérégulation compétitive conduit à l'apparition de paradis fiscaux, judiciaires et règlementaires**. L'OCDE parle de « ***territoire non-coopératif*** ». Le nombre de paradis fiscaux est donc difficile à établir car pas de def précise. On peut quand même signaler les Îles Vierges, les Îles de Man, les Îles Caïman, le Luxembourg, Monaco, Hong-Kong, Singapour, la Belgique, la City de Londres… Ces paradis fiscaux sont la traduction de la « *dérégulation compétitive* » (HELLEINER) : individuellement, un pays a intérêt à pratique des règles peu exigeantes. 37% des fonds spéculatifs sont enregistrés aux Iles Caïman. Les banques ont souvent des filiales dans ces paradis mais elles n'ont pas de salariés dans ces filiales. Les Am font pression sur les banques pour qu'elles diffusent leurs listes de banques. Ces paradis sont le résultat de la dérégulation compétitive = individuellement, un pays a intérêt à pratiquer des règles peut exigeantes. Ce sont souvent les petits pays qui peuvent se permettre de baisser leurs impôts. Selon les statistiques du CCFD en 2014, les 5 plus grandes banques françaises possèdent 577 banques à l'étranger. On constate qu'elles sont très très bénéfiques pour les banques. L'année prochaine ➔ + de transparence obligatoire car les banques devront déclarer les profits qu'elles réalisent dans les filiales.
- **Régulation favorise les échanges de gré à gré** : pas d'enregistrement des montants, ni des conditions dans lesquelles ils sont réalisés ➔ **surveillance très difficile**. Marchés sur lesquels interviennent uniquement les grandes institutions car enjeux considérables. Statistiques de la BRI : En 2010, 96% des produits dérivés ne sont pas enregistrés. C'est le résultat de la volonté des autorités de renforcer la concurrence ➔ effet pervers. On accusait les bourses d'être en oligopoles d'ou l'idée de libéraliser l'échange de titres ➔ d'où la création de places alternatives. Ex : 2007 : Directive Européenne. On croit dans les vertus de la concurrence car les bourses en situation oligopolistique favorisent les marges élevées.

➔ Régulation incomplète et contournable.

• <u>Une régulation source d'effets pervers</u>

Elle ne remplit pas les contrôles + désagréments supplémentaires.

1er effet principal : **l'aléa moral**, attaché au rôle de prêteur en dernier ressort notamment qui offre une assurance aux institutions financières. Elles savent que dans le cas ou elles ont un problème de liquidité ou de stabilité ➔ recours à un plan de sauvetage par les autorités.
Dilemme de Bagehot (1973) : si on laisse faire faillite l'institution financière ➔ instabilité financière mais si on la sauve ➔ renforcement de la croyance qu'elle sera toujours sauver ➔ favorise la prise de risque.
➔ Sauvetage doit être discrétionnaire, fait au cas par cas ➔ Incertitude des institutions qui limite l'alea morale.
Ex : USA : Lehman Brothers ➔ faillite élément clé de la crise

2e effet : « ***Too big to fail*** » ➔ Ce sauvetage est favorisé pour les grandes institutions dont la faillite représente un risque systémique. Ces institutions seront donc davantage sauvées que les petites ➔ Concentration du système financier car les acteurs les plus gros se sentent d'avantage protégés ➔ prennent plus de risque en période de croissance. Favorise l'apparition d'acteurs toujours plus gros qui menacent d'autant plus le système mais aussi la concurrence.
Certaines règles devraient donc être élaborées pour limiter la taille des institutions financières.
Interaction dangereuse entre les banques et les gouvernements : Les banques peuvent donc prendre d'avantage de risque et donc prêter d'avantage aux Etats qui assurent des plans de sauvetage en cas de difficulté pour ces institutions. En temps de crises ➔ inverse : les marchés nationaux ont des craintes d'un défaut souverain et dévalorisent les actifs détenus par les banques ce qui les fragilisent. Et le sauvetage des banques pèse sur les finances des banques.
En Europe ➔ aléa de moralité des pays très important car les pays se sentent protégés par les autres pays car interdépendance des Etats donc quand un a des difficultés, les autres sont en situation de risque aussi. Le sauvetage sera payé par d'autres gouvernements.

3e effet pervers : les **règles prudentielles dans le cadre du comité de Bâle II ont été accusées de renforcer le cycle financier**. Dans les période de croissance, les défauts sont limités, les emprunteurs sont solvables ➔ les provisions demandées aux Banques sont limitées aussi ➔ prêtent facilement ➔ extension du crédit. Une fois la crise déclenchée, les défauts se multiplient ➔ exigences de fonds propres accélérées ➔ restriction du crédit. Règles trop laxistes en période de croissance qui n'incitent pas les banques à restreindre leur crédit. Politique de règle qui serait trop automatique à laquelle on aurait préféré une politique plus discrétionnaire.

Cette régulation montre donc de nombreuses limites qui favorisent les crises. Ces pourquoi des réformes sont mises progressivement en place mais suscitent des débats importants.

2) Les pistes de réforme

Dès les années 90 : 1ères interrogations suite à la crise des pays émergents en général. Remise en cause de la politique des dirigeants des grandes puissances.
Dans un premier temps, les réformes ont principalement tenté de pallier les défaillances institutionnelles des marchés. Elles favorisent l'autorégulation du marché. Plus tardivement et notamment après 2008 ➔ début de re-réglementation.

Améliorer le fonctionnement des marchés

Malgré la multiplication des crises, beaucoup d'analyses pointent encore du doigt l'excès d'intervention de l'Etat ou encore les règles trop importantes chez les auteurs les plus libéraux.

⇨ *La faute à trop de réglementation …*

• <u>Les causes de la crise : effet d'apprentissage et intervention de l'Etat</u>

L'Etat aurait provoqué la multiplication des crises par la multiplication de politiques désordonnées et laxistes ➔ Excès de réglementation. ***Ex** : Politique monétaire USA qui aurait été beaucoup trop accommodante et aurait favorisé la création de la bulle du crédit. ==>* Défaut de régulation conjoncturelle.
+ Dimension internationale car les politiques ne sont pas coordonnées avec la Chine qui mène une politique monétaire de dévaluation importante de la monnaie qui engendre des tensions inflationnistes chez pays développés → DFI → Excès de liquidités → bulles de crédit, des marchés d'actifs … → Crise
➔ Perturbe l'univers réglementaire des acteurs qui ont besoin de temps pour s'adapter aux nouvelles règles + Renforce une explication de la crise par des facteurs extérieurs et la croyance dans un marché autorégulé.
Les règles en vigueur et la dérèglementation génèrent un effet d'apprentissage. Il faut du temps aux acteurs pour s'adapter au nouvel environnement règlementaire (cf. années 90). Mais progressivement, les acteurs apprennent donc ces crises sont sensées devenir de moins en moins fréquentes (pas vraiment vérifiables aujourd'hui).. Dans ce cas, les auteurs vont réaffirmer leurs croyances dans l'autorégulation possible, l'efficience du marché. Cette thèse a des limites mais reste intéressante.

• <u>Une réglementation par nature inefficace</u>

Les règles mises en place sont toujours contournées par les acteurs de la finance. Il faudrait une réglementation complète qui concerne tous les acteurs/pays … pour ne pas pouvoir l'éviter mais les acteurs innovent en permanence pour contourner les règles de l'Etat ➔ règles vite obsolètes de par l'innovation financière très importante. Les Etats seraient alors poussés à mettre en place plus de règles. Mais cette réglementation serait très déstabilisante pour les acteurs du fait des effets d'apprentissages nécessaires aux acteurs.
Dynamique réglementation □□ innovation déstabilisante pour les acteurs + instabilité du système.
S'ajoute à cela la « déréglementation compétitive » car tous les états ont individuellement intérêt à déréglementer leur système.

Sur la base de cette idée d'instabilité réglementaire, idée que si on veut améliorer la régulation il faut toujours faire confiance au marché en le rendant efficace ➔ réformes incitatives qui portent sur la qualité de l'information et qui sont ainsi amicales au marché.

⇨ *Des réformes institutionnelles qui sont « amicales au marché »*

• <u>Code de bonne conduite, recueil de bonnes pratiques</u>

Pendant les années 90 et 2000, les principales réformes mises en place incitaient à mettre en place des codes de bonne conduite à appliquer par les acteurs du système ➔ groupes de réflexion qui débouchent sur des rapports officiels listant les bonnes et mauvaises pratiques conseillées aux acteurs sans leur les imposer. On fait confiance au bon sens des acteurs.
→ Rapport Breeden (2003) aux USA ; Rapport Bouton en 2002 en France. Ces rapports sont élaborés avec les associations patronales pour améliorer la gouvernance des entreprises et comprendre l'origine des nombreux scandales.
Ex de groupes de réflexion :

- Walker Groupe au R-U qui réfléchit sur la « *private equity* »
- *President Working Group (USA)*
- *Réflexion de l'OCDE*

Rien de contraignant dans ces recommandations mais on compte sur la responsabilité des acteurs.
+ On peut considérer que le rapport du G20 avec la publication de la liste noir des territoires non-coopératifs et l'annonce des conditions pour en sortir.

• **<u>Quelques prolongements législatifs</u>**

Loi Sarbanes Oxley (2002) – USA :

- Responsabilité pénale des dirigeants d'entreprise personnellement sur la sincérité des comptes publiés.
- Indépendance des CA : les membres ne doivent avoir aucun intérêt significatif dans la gouvernance de l'entreprise.
- Principe de rotation des cabinets d'audits : tous les 5 ans .

Loi relative à la sécurité financière (2003) – France → *Exemples* de mesures de cette loi *:*

- *Rotation des cabinets d'audits*
- *Renforcement de l'autorité des marchés financiers*

Europe – 2013 : Directive qui vise à réorganiser et encadrer le principe et le fonctionnement des agences de notation. Responsabilité sur la note qu'elles accordent. Elles ont un devoir d'avoir fait tous les efforts pour donner une note la plus juste possible et doivent donc justifier les notes attribuées. Incite à un travail de qualité + Obligation de déclarer toute prise de participation supérieure à 5% des institutions financières dans ces agences. Permet de mettre à jour les différents conflits d'intérêt

Manifestement, ces réformes sont pas suffit → crises trop importantes.
C'est pourquoi, depuis 2008 notamment, on constate une re-réglementation du système.

<u>Re-réglementer</u>

⇨ *Le retour des contrôles de capitaux*

Toutes les mesures réglementaires qui s'opposent à la libre circulation internationale des capitaux comme :

- Obligation de passer par un intermédiaire
- Instauration de délais pour rapatrier des capitaux
- Interdiction d'investir dans certains secteurs ou produits
- Limite des montants
- Mesure par les prix → taxes = autorisation de pratiques mais qui sont taxées → *Ex : peut limiter les flux*.

Evolution très large du consensus autour de ces mesures depuis quelques années : dans la cadre de BW, les statuts définis font que le FMI n'a jamais eut de mandat précis pour interdire les contrôles des capitaux. Néanmoins, le FMI a souvent incité à la libéralisation du compte financier des pays, reflétant les volontés des pays développés qui ont eux aussi libéralisé leurs comptes financiers.
1961 (milieu BW) : OCDE adopte « codes de libéralisation des mouvements financiers » = forme de dérégulation compétitive.
Très rapidement les pays développés deviennent favorables à la libéralisation et le FMI conseille dans les 90s dans le cadre des PAS de supprimer toutes entraves à la libre circulation des capitaux dans le cadre du Consensus de Washington.
Toutefois, le FMI n'a pas le pouvoir d'obliger à la libéralisation des capitaux + comptes financiers.

En 1996 – 1997, juste avant la crise asiatique, le FMI avait lancé une réflexion, visant a modifier les statuts du FMI pour faire de la libéralisation des flux de capitaux, une ouverture des comptes financiers des Etats un objectif de ses actions, certains voulant même conférer un pouvoir au FMI → ***Ex** : STIGLITZ, RODRICK, KRUGMAN, BHAGWATI.*
Cela ne s'est pas fait à cause de la crise asiatique qui a clairement montré les limites d'une telle libéralisation et dès les années 90 ➔ évolutions des analyses économiques que le FMI tarde à prendre en compte.
En 1999, le président du FMI, Michel CAMDESSUS (Fr) dénonce les « vertus illusoires » des contrôles.
Les avocats de la libéralisation pointent du doigt :

- l'**inefficacité des contrôles** car les règles sont contournées ;
- la **distorsion dans l'allocation des facteurs** : seul le marché peut la rendre optimale mais il est perturbé par le contrôle des capitaux ;
- **armes protectionnistes** : on accuse les mesures de contrôle de changes d'être une façon de manipuler le taux de change à des fins protectionnistes → sous-évaluation de la monnaie pour gagner en compétitivité-prix (Ex : contrôle chinois) ;
- l'**effet pervers des contrôles des capitaux** : à CT, cela peut permettre à un pays de sortir plus facilement de la crise mais à LT, le problème c'est que les K ne reviennent pas dans le pays ➔ donc ces contrôles peuvent être efficaces à CT mais pas à LT ;
- la **création de rigidités** : on empêche certains ajustements qui sont nécessaires mais en fait on ne fait que les repousser à plus tard car ils se font quand même et de manière plus ample, cad que cet empêchement engendre des ajustements plus tard plus brutaux.

Pourtant, ces mesures de contrôle des changes vont être mises en place par certains pays.

• **<u>Restaurer le contrôle des changes</u>**

Il s'agit d'abord de limiter la grande volatilité des K entrants et sortants, notamment en situation de crise financière. Des mesures de contrôle des capitaux peuvent être nécessaires en temps de crise (surtout des K sortants) car la crise s'appuie sur des mécanismes auto-réalisateurs (≈ ruée bancaire) : capitaux sortant ➔ perte de confiance dans la monnaie ➔ vente des actifs de la monnaie ➔ capitaux sortants ➔ baisse du taux de change ➔ dévaluation ➔ inquiétude ➔ perte de confiance … Il peut donc être préférable pour tout le monde en situation de crise d'éviter les mouvements de panique et empêcher temporairement la sortie des K (en cassant ces mécanismes auto-réalisateurs), de la même façon que l'on peut fermer temporairement les banques pour éviter la ruée bancaire.
***Ex de cette politique** : Malaisie en 1997 touchée par la crise asiatique. Dans un 1er temps, le pays applique une politique préconisée par le FMI, cad dévaluation de la monnaie + politique d'austérité (augmentation des TI pour attirer les K étrangers et pour freiner la demande intérieure donc limiter le déficit courant) ➔ politique de stabilisation (du TC) et éviter la panique. Le problème c'est qu'une telle politique à un coût extrêmement lourd en terme de ralentissement éco, montée du chômage, etc. C'est pourquoi, après cette politique, la Malaisie décide de rétablir le contrôle des K. Donc elle a réévalué son TC, elle baisse ses TI (contraire de l'austérité) et elle décide de restaurer le contrôle des K ➔ limite les sorties des K.*

Le bilan de cette expérience est assez controversé. Il est certain que la Malaisie sort assez vite de la crise. Les mesures de contrôle sont mises en place en septembre 1998. D'autres pays au même moment connaissent un reprise éco sans avoir mis en place un contrôle des K (Corée du Sud, Thaïlande) mais la Malaisie a été touchée plus tardivement que ces 2 pays et sa situation ne faisait qu'empirer avant la mise en place de ce contrôle des K alors que les 2 autres pays étaient en train de sortir de cette crise.
Les mesures de contrôle sont temporaires, passagères, ponctuelles face à la crise. D.RODRIK, par exemple, en 2001, adressait un bilan plutôt favorable à ces mesures temporaires pour sortir de la crise.

Plus récemment, l'Irlande, suite à la crise de 2008 → mesure de contrôle des K pour tenter de sortir de la crise.

Ces contrôles de K peuvent être utilisés de façon plus permanente, à plus LT. Dans ce cas, l'objectif est de peser sur l'allocation des facteurs pour orienter les flux de K vers certains emplois. Tous les flux de K n'ont pas les mêmes effets sur l'éco, certains sont plus facteur de croissance que d'autres.
Les flux à LT, par exemple, ont un effet plus positif sur le dvpt d'un pays que les flux à CT. Les flux en K sont préférables au flux de dette : si un acteur prend une participation dans une E (IDE), cela est plus porteur qu'une demande de crédit à la banque, par exemple. Les IDE apportent de plus des nouvelles technologies, des savoirs-faire .. qui sont a l'origine d'effets d'apprentissage => développement.

***Exemple** : Chili — 1991 → contrôle des K toujours en vigueur : « el encage » ➔ tout investisseur étranger doit confier à la BC du pays un dépôt équivalent à 30% du montant du K investi. Ce dépôt n'est pas rémunéré et est restitué au bout d'un an. En réalité, l'investisseur peut s'éviter ce dépôt à condition de payer une taxe qui est plus ou moins équivalente au TI qu'aurait valu cette somme. Pour un investisseur à LT, une telle mesure n'est pas préjudiciable. Par conséquent, normalement, cela ne freine pas les entrées d'IDE à LT dans le pays. Inversement, pour un investisseur à CT, ce système peut être dissuasif (donc cela tend à limiter les investisseurs à CT).*

La crise récente a développé ces mesures de contrôle de K → depuis 2008, la Corée du Sud, l'Indonésie, le Brésil, la Thaïlande ou encore le Pérou ont mis en place des mesures des contrôles des K qui limitent les entrées de K (à CT surtout). Ces mesures ont été prises en partie en réponse à la politique américaine de sortie de crise → politique d'assouplissement quantitatif = « *quantitative easing* » : programme de rachat de titres de dette publique qui fait baisser les TI sur le marché monétaire américain ➔ liquidité abondantes ➔ bcp d'investisseurs américains se sont lancés dans des mesures de « *carry trade* » : emprunt à TI très bas puis placement des K à LT dans les pays émergent ➔ entrées massives de K dans les PED. Dilma ROUSSEF (présidente du Brésil) parle de « *Tsunami monétaire* ».
Les pays émergents sont vulnérables parce que ces entrées massives de K provoquent des tensions inflationnistes dans le pays, cela risque de générer des bulles (montée des prix de l'immobilier, des actions, …) ainsi qu'une appréciation de la monnaie locale ➔ perte de compétitivité. Donc il est légitime que ces pays puissent se protéger. Ces mesures de protection permettraient d'éviter ces phénomènes.

CCL : Le FMI a révisé sa politique. Depuis 2012, les mesures de contrôle des K ne sont plus proscrites par le FMI ➔ approche plus pragmatique. Nouvelle doctrine du FMI mais nuancée car ces contrôles des K sont essentiellement acceptées à titre temporaire. Idée ? Il faut une ouverture progressive. Les pays émergents sont au départ très vulnérables car leur système financier est assez peu dvpé et fragile donc le FMI préfère que ces pays mettre en œuvre des réformes structurelles qui permettront d'améliorer les institutions, de pouvoir tirer profits de ces institutions pour assurer la stabilité sur le LT. Mais en attendant cela, on peut mettre en place des mesures de contrôle de K. De plus, le FMI n'hésite plus, face à une situation de crise, à préconiser certaines mesures de contrôle de K, le temps que le système gagne en stabilité.

• **Taxer les capitaux**

Forme particulière de contrôle des K.

Quels sont les **objectifs** de la taxation des K ? Il y en a toujours 2 :
- objectif de **régulation** : on taxe de façon à limiter l'instabilité des marchés, dissuader certaines transactions, certains comportements à risque, lutter contre la spéculation déstabilisatrice, …
- objectif de **recettes budgétaires** : sert à financer des choses utiles pour le dvpt du pays.

Cette **volonté de taxation des K** peut se justifier par **deux raisons** :

- les **institutions financières font peser sur le budget de l'Etat des charges importantes** en temps de crise → But = responsabiliser les acteurs ;
- **faire contribuer le secteur financier à cette charge** car c'est un secteur qui échappe largement à l'imposition (***Ex** : il échappe à la TVA*) et où il y a bcp de paradis fiscaux.

Pb : ces 2 objectifs ne sont pas forcément compatibles. Si la taxe est utile comme mesure de régulation ➔ pas beaucoup de recette. Si les pratiques continuent comme avant ➔ bcp de recettes mais régulation limitée. On peut viser les 2 objectifs mais il faut avoir conscience que l'un se fait toujours un peu au détriment de l'autre.

Quelle assiette ? Différentes taxes possibles :

- taxer les transactions
- taxer les revenus générés par l'activité (***ex** : taxer les profits des banques, les revenus des traders …*)
- taxer l'activité de manière générale

+ A quel taux ? : Faible ou fort ? Progressif ou dégressif ? Forfaitaire ? …

***Ex** de propositions :*

- *la **taxe TOBIN — 1973** : proposition de **taxe d'inspiration keynésienne** qui est en partie en train de se mettre en place. L'intérêt de cette taxe ? Elle devait concerner toutes les transactions internationales à un taux très faible (entre 0,01% et 0,5%) ➔ assiette large + taux faible. Idée ? Permet d'atteindre les 2 objectifs : le taux est très faible, par conséquent, cela ne doit pas décourager les IDE à LT (ne remet pas en cause la rentabilité du projet), mais par contre, les flux à CT plus spéculatifs ➔ accroit fortement les coûts de transaction ➔ décourage les flux plus spéculatifs car ils ne sont plus rentables. Si la régulation fonctionne un peu moins (flux pas vraiment dissuadés) ➔ flux qui ne se réduisent pas ➔ recettes importantes pour l'Etat. Critique de la taxe → effet pervers : elle entrainerait volontairement la montée des coûts de transaction, ce qui ferait que certaines transactions ne se réaliseraient plus et donc empêcherait les ajustements du marché qui se ferait par à-coups. Il faudrait que l'écart entre la valeur du titre et sa valeur fondamentale soit suffisant pour réduire l'impact de la taxe. Taxe inefficace car elle ne sera jamais appliquée par tous les pays donc la taxe sera facilement contournable. Néanmoins, une taxe d'inspiration tobinienne est en train de se mettre en place en Europe ➔ fait prendre en compte la nécessité de réguler la spéculation et de taxer la finance ➔ instauration d'une taxe sur certaine transaction financière dans le cadre de l'Union Renforcée ➔ 11 pays favorables à cette taxe (ex : France, All, …) de 0,001% sur les produits dérivés et 1% sur les titres de dette souveraine. Assiette relativement large + taux très faible. Espoir d'une recette de 45milliards d'€. Depuis l'annonce de la proposition de la Commission Européenne ➔ lobbying bancaire très important, notamment en France pour protéger la place financière de Paris.*
- ***2010 — FMI** avait proposé une **contribution à la stabilité financière par les pays du G10**. Principe ? Les institutions financières bénéficient d'une assurance financière donc elles devraient contribuer à un fond qui permettrait de pouvoir faire appel aux ressources de ce fond en temps de crise notamment bancaire. L'idéal serait que le taux de cette taxe soit fonction de la prise de risque des institutions (limite l'aléa moral). Pas décidée dans le cadre du G20 mais y trouve des traductions dans les différents des pays. **Ex** : l'Union Bancaire mis en place en 2014 en UE ; Loi Bancaire de 2013 en France. On estime qu'entre 2008 et 2011, dans l'UE, le secteur financier a bénéficié de 1600 milliards d'€ de dette publique, ce qui représente ≈ 13% du PIB. Il s'agit donc de responsabiliser les instances financières. Les banques cotisent un fond. Dans le cas où une institution financière est en difficulté, on peut donc utiliser ces ressources et c'est seulement s'il n'y en pas assez que l'on fera appelle au contribuable.*
- ***Taxe sur les activités financières elles-mêmes** (France, R-U, USA) : façon de taxer toute la VA du secteur financier qui échappe à la TVA. Façon de faire contribuer le secteur financier → volonté de taxer un secteur qui échappe largement à l'imposition. Se fait uniquement pour rapporter des recettes budgétaires à l'Etat.*

⇨ *Améliorer le contrôle prudentiel*

Ce contrôle prudentiel souffre d'être incomplet, c'est pour cela qu'il est inefficace. Il faut donc le compléter.

• <u>Compléter le contrôle micro-prudentiel</u>

Pour cela :

◊ ***Mise en place d'une meilleure surveillance des acteurs*** (car que banques contrôlées par les règles prudentielles). Pour cela, il faut élargir la surveillance micro-prudentielle, cad l'étendre non pas aux seules banques mais aller au-delà (fonds spéculatifs, etc.) : surveillance des risques pris par chaque acteur individuellement.
Ex** : USA — Loi Dodd-Frank de 2010* → ***Cf. dossier p.50

◊ ***Meilleur enregistrement des fonds spéculatifs***
En Europe ➔ Etablissement d'un passeport européen pour les fonds spéculatifs : obligation s'enregistrer auprès d'une autorité de régulation nationale et de délivrer les informations demandées pour pouvoir commercialiser des produits dans l'UE + fixation par les dirigeants d'un niveau maximum de levier au moment de cet enregistrement + encadrement des rémunérations selon les mêmes modalités que pour les banques.
Limites : pas de niveau maximum réglementaire pour le levier, supervision par les autorités nationales avec un risque de dérégulation compétitive (les autorités nationales ont intérêt à imposer des règles peu exigeantes pour attirer les *hedge funds*).

◊ ***Lutte contre les paradis fiscaux***
***Ex** : dans le cadre du G20 avec la publication de la liste noire des paradis fiscaux ➔ pas beaucoup d'effet.*
***Ex** : Pressions américaines = obligation d'enregistrement auprès de la SEC au-delà d'un certain niveau d'actifs sous gestion. Obligation pour les banques de certains paradis fiscaux de communiquer les noms de leurs clients sous menace d'interdire toute opération sur le sol américain (ex : en Suisse).*

◊ ***Loi bancaire de 2013*** ➔ instaure un **début de régulation** en obligeant les banques à filialiser certaines activités jugées à risque, notamment une partie du *trading* à haute fréquence. Suite à de nombreux scandales financiers dus à la spéculation des banques avec leur fonds propres ➔ Règle VOLCKER ➔ limite cette activité des banques (activités pour compte propre + investissement dans les *Hedge fund*). Mais reste loin de la séparation bancaire promise.

◊ ***Bâle III*** : <u>nouvelles recommandations du Comité de Bâle qui ont été publiées en décembre 2010</u> (pas encore en vigueur mais en train de se mettre en place (1ères mesures en 2015), négocier dans le cadre du G20, se font jusqu'en 2019) :

- Renforcement des exigences de fonds propres.
- Renforcement des ratios de solvabilité avec des ratios de liquidité → La crise a montré que les banques peuvent faire face à un pb de liquidité même si elles n'ont pas de pb de solvabilité d'où l'idée de compléter les ratios de solvabilité avec des ratios de liquidité.
- Ratio pour limiter l'effet de levier qui nourrit les bulles de crédit (pas encore mis en place aujourd'hui) → limiter la prise de risque en limitant l'effet de levier par les banques.

La FED & la BCE ➔ mettent en place progressivement ces règles de Bâle III.

• <u>Pour un contrôle macro-prudentiel</u>

Avec la crise, on a constaté qu'il ne suffisait pas de contrôler les facteurs individuels, il fallait aussi contrôler le risque systémique, cad qu'il faut surveiller et repérer le plus tôt possible la constitution de bulles sur les marchés d'actifs, ce qui ne peut pas être fait par les acteurs individuellement car myopie intrinsèque du marché. Ce qui explique la mise en place dans les grands pays développés de conseil du risque systémique pour prévenir les bulles (***ex** : regarder si pas trop de crédit dans l'éco, …*).
De manière générale, les BC ont pris conscience de leur devoir en manière de responsabilité financière depuis la crise.

⇨ *Mécanismes de résolution des crises*

Les crises sont coûteuses et interactions perverses des banques et des Etats. Il faut donc casser les mécanismes spéculatifs.

***Ex** : Au sein de l'union Bancaire (Europe — 2014) : renforcement de la supervision bancaire ➔ Mécanisme de Résolution Unique : dispositif qui permet de gérer le risque de faillite d'une banque de la zone, ce qui met clairement en place une hiérarchie, une procédure. Dans un 1er temps, ce sont les actionnaires qui sont appelés à supporter des pertes de la banque. Si cela ne suffit pas (dette de la banque pas payée), ce sont seulement certains créanciers qui supporteront ces pertes. Si cela ne suffit encore pas ➔ utilisation des ressources du fond de résolution de crises. Si cela ne suffit toujours pas ➔ mutualisation du risque : tous les pays européens participent au sauvetage de la banque.*
Lutte contre l'aléa moral → gestion des crises de la dette souveraine.

***Ex** : Quand un Etat a des difficultés à rembourser ses dettes, il peut négocier avec ses créanciers qui peuvent amener à une résolution du pb (➔ peuvent renoncer à une partie de la créance …). Difficulté de cette procédure : rien n'oblige un créancier à renoncer à sa créance. Rien ne l'oblige à accepter la négociation. Ex : Les fonds de retour sont des fonds qui rachètent des titres sur le marché secondaire à des taux largement sous-évalués par rapport à la dette initiale.*
Quand un créancier prête à un acteur privé, il sait que cet acteur privé peut faire faillite. Procédure juridique qui encadre la faillite et qui responsabilise les acteurs privés. Le pb avec les Etats est qu'il n'y a pas de tribunal pour encadrer faillite.
C'est pourquoi le n°2 (Ann KRUEGER) du FMI avait proposé de mettre en place un mécanisme de restructuration des dettes publiques : un tribunal qui aurait la capacité d'encadre les faillites des Etat. Aurait permis de responsabiliser les prêteurs et d'encadrer la faillite de l'Argentine par exemple, notamment en forçant les négociations.
Pas mis en place.

***Ex** : Mesure de « clauses d'action collective » : si une majorité des créanciers acceptent la négociation alors la négociation doit s'appliquer à tous mais tous les contrats de dette ne contiennent pas cette condition (en Argentine par exemple).*

CHAPIRE 4 & 5 :

	Commerce/IDE *(Chap 4)*	**Politiques commerciales** *(Chap 5)*
Faits	**Description des flux et de la DIT** : volumes, répartition géographique, par types de produits, évolution	**Histoire des politiques commerciales** : évolution des pratiques protectionnistes, régulation internationale, régionalisme
Théories	**Explication** des échanges internationaux et de leur évolution Choix de localisation des firmes	**Débat théorique** : impact sur la croissance, l'emploi, les inégalités inter et infranationales