

## Fiche 3.1 : Qu'est-ce que la globalisation financière ?

**INDICATIONS COMPLÉMENTAIRES :** On présentera les principaux marchés financiers (marchés des changes et marchés des capitaux) et le rôle économique de chacun d'entre eux. On identifiera les différents acteurs y réalisant des transactions (entreprises, investisseurs institutionnels, etc.). On insistera sur l'interdépendance des différents marchés et sur l'importance de l'information pour leur fonctionnement. On analysera le triple processus de désintermédiation, déréglementation et décloisonnement qui caractérise l'évolution des marchés des capitaux depuis les années 1990 et conduit à la constitution d'un marché mondial des capitaux.

**Acquis de première :** financement direct/indirect, taux d'intérêt, risque de crédit.

**NOTIONS :** Actifs financiers, devises, intermédiation financière.

## Savoirs de référence sur la question

### Les différents compartiments du marché des capitaux

Le marché des capitaux est composé de différents segments articulés entre eux. On distingue quatre grands compartiments :

- *Le marché des changes*, sur lequel s'achètent et se vendent des devises. Le cours des devises est coté en continu de manière électronique par des opérateurs dispersés dans le monde entier, appelés cambistes et travaillant dans une salle des marchés bancaires. C'est donc un marché décentralisé, qui n'a pas de localisation "physique". Les entreprises utilisent le marché des changes, soit dans le cadre de leurs opérations d'exportation ou d'importation, soit dans le cadre d'opérations financières (achat ou vente de titres étrangers...).
- *Le marché des actions*, lui-même divisé en un marché primaire, sur lequel les entreprises émettent les titres, et un marché secondaire, sur lequel les titres émis sont échangés. Une action est un titre de propriété, dont la rémunération est appelée dividende. L'émission d'actions contribue au financement à long terme de l'entreprise, en complément de l'émission d'obligations ou de l'endettement bancaire.
- *Le marché des matières premières*. Trois grandes familles de matières premières sont échangées sur les marchés : l'énergie (pétrole, électricité, gaz...), les métaux (or, argent, cuivre...) et les matières premières agricoles (blé, riz, cacao, café...)
- *Le marché des taux d'intérêt*. Ce marché est lui-même divisé en de nombreux segments. On distinguera principalement le marché monétaire et le marché obligataire.

Dans son acception économique, le marché monétaire désigne le marché sur lequel sont cotés des taux d'intérêt à court terme (moins d'un an). Il est lui-même subdivisé en trois compartiments :

- Le marché monétaire interbancaire sur lequel les banques se prêtent et s'empruntent entre elles des liquidités sous forme de monnaie Banque centrale. Lorsque la Banque centrale apporte des liquidités sur le marché monétaire, ce dernier est dit "ouvert" (open market).
- Le marché des Bons du Trésor, titres à court terme émis par les États et négociés par les investisseurs sur le marché secondaire.
- Le marché des billets de trésorerie, sur lequel les entreprises émettent des titres de financement à court terme.

Sur une même maturité, 6 mois par exemple, le taux des Bons du Trésor est généralement le plus bas, le niveau des autres taux étant déterminé par le risque associé à l'émetteur. Sur une même maturité, l'écart entre le taux d'un émetteur privé et un Bon du Trésor est appelé "spread de crédit" ; le terme est également utilisé pour désigner l'écart de taux entre des titres émis par des gouvernements différents.

Le marché obligataire est le compartiment à long terme du marché des taux d'intérêt. Une obligation est un titre de financement à long terme (maturité à l'émission supérieure à 7 ans), dont la rémunération versée à l'acheteur est appelée "coupon" et s'exprime sous la forme d'un taux d'intérêt. Une obligation 10 ans de valeur nominale 100 euros et taux d'intérêt 5 % verse chaque année à son détenteur un coupon de 5 euros. De nombreuses formes d'obligations existent, dont les obligations indexées sur l'inflation, souvent émises par les États, offrant aux investisseurs un taux d'intérêt plus bas en contrepartie d'une indexation sur l'inflation du capital remboursé à l'échéance.

La plupart des actifs financiers (devises, actions, contrats sur les matières premières, obligations, etc.) sont cotés sur le marché comptant et sur le marché à terme. Sur un marché comptant, la cotation est simultanée au transfert de propriété de l'actif. Sur un marché à terme, se cotent des prix relatifs à des transactions différées dans le futur. Le rôle originel des marchés à terme est de permettre aux agents économiques exposés à un risque de variation de prix de se couvrir. Un fabricant de pâtes alimentaires peut par exemple souhaiter se couvrir contre la hausse du blé dur en achetant à terme le volume dont il a besoin pour assurer sa production sur un horizon d'un an. Un fabricant européen d'avions attendant le paiement dans 3 ans de 100 millions de dollars peut souhaiter les vendre à terme pour se protéger contre la baisse de la devise américaine.

L'interdépendance entre les différents segments de marché associée à la mobilité internationale des capitaux illustre le phénomène de globalisation financière

### **Les acteurs de la globalisation financière**

Les banques, les assurances, les fonds, les entreprises, mais aussi les États, sont les acteurs de la globalisation financière.

Agissant pour leur propre compte ou celui de leurs clients, *les banques* sont des acteurs majeurs de la globalisation. Elles ont le pouvoir, par un simple jeu d'écritures, de transférer instantanément des capitaux d'un pays à un autre. Disposant pour certaines d'entre elles d'un portefeuille internationalement diversifié d'actifs financiers, elles jouent également un rôle déterminant dans la formation des équilibres de marché, sur chacun des compartiments. A titre d'illustration, sur un encours de dette publique grecque de 350 milliards d'euros en 2011, les banques détenaient à elles seules environ 150 milliards...

*Les fonds* sont des structures de collecte d'épargne intervenant de manière significative sur les différents segments du marché international des capitaux. On distingue des fonds actions, monétaires, obligataires, matières premières... dont l'intervention, souvent liée à des retraits ou apports d'épargne par les investisseurs, contribue de manière significative à la formation des équilibres de marché. On sait que la crise des sub-primes a été déclenchée par la fermeture de deux fonds de crédit gérés par la banque Bear Stearns, en juin 2007, consécutive au retrait

massif d'investisseurs inquiets sur le remboursement des créances titrisées achetées par les fonds.

Les *entreprises* participent elles aussi au processus de globalisation financière. Leur financement est par exemple devenu international et la gestion de leurs avoirs en devises, associés par exemple à un flux d'exportations, obéit désormais à une logique d'anticipation sur l'évolution des cours de change.

Les *États* participent, à travers leur politique d'émission de titres, à la globalisation financière. D'une part, la part de dette publique détenue par les non-résidents est de plus en plus importante, représentant par exemple plus de 50 % en France en 2011, d'autre part, une partie de cette dette est libellée en monnaie étrangère. Tel fut par exemple le cas de la Grèce, dont la plus large partie de la dette en 2001, à la veille de son entrée dans la zone euro, était libellée en yens et en dollars.

### **Interdépendance des différents marchés et réaction à la diffusion d'informations**

Le marché international des capitaux est un marché intégré : toute modification de l'équilibre sur l'un des segments entraîne une modification instantanée de l'équilibre sur les autres compartiments. Il s'ensuit une très forte volatilité des marchés, accrue par la très grande perméabilité des différents compartiments à la diffusion d'informations, source continue de révision des anticipations des opérateurs. Ces informations sont aussi bien des indicateurs macroéconomiques (taux de croissance du PIB, taux de chômage, taux d'inflation...) que des annonces microéconomiques (résultat d'entreprise, annonce de la signature de contrats...), des décisions de Banque centrale (taux directeurs, volume de refinancement...), des décisions de politique économique, ou encore des rumeurs dont l'impact sur la représentation du futur par les opérateurs est instantané et entraîne souvent des comportements mimétiques. Un certain nombre d'exemples permettent d'illustrer le phénomène de globalisation financière.

#### *- Taux d'intérêt à court terme et cours de change*

Supposons que les taux d'intérêt à court terme cotés sur le dollar baissent. La rémunération des placements effectués par les investisseurs sur le marché monétaire américain diminue et rend plus attractive la rémunération des placements en euros. Les investisseurs vont partiellement vendre leurs dollars contre des euros qu'ils vont placer sur le marché monétaire. Il s'ensuit une baisse mécanique instantanée du dollar contre euro.

#### *- Crise grecque (2011...) et taux d'intérêt sur titres d'État allemands*

Inquiets en 2011 sur la capacité de remboursement de la Grèce, les créanciers privés (banques, assureurs, fonds...) vendent massivement leurs obligations d'État grecques et les remplacent dans une large mesure par des titres du Trésor allemand. L'offre massive de titres grecs par les investisseurs internationaux fait baisser le prix de ces titres sur le marché secondaire et conduit les rendements obligataires grecs à 10 ans à des niveaux voisins de 20%, la demande massive de titres allemands faisant à l'inverse fortement baisser les taux en Allemagne. Fin décembre 2011, les taux à 6 mois sur Bons du Trésor allemand deviennent même négatifs. Les investisseurs préfèrent détenir des titres d'État allemands dont le rendement est négatif, mais dont la probabilité de remboursement est considérée certaine, que placer leur épargne avec une rémunération positive dans une banque, dont elles craignent le risque de faillite...

#### *- Cours du blé et cours de l'euro-dollar*

Le blé est coté aux États-Unis et en Europe. Si le cours du dollar baisse contre euro, l'achat de blé aux États-Unis peut devenir attractif pour les Européens. Il s'ensuit une hausse de la demande de blé américain, dont le prix monte, et une baisse de la demande de blé européen, dont le prix baisse. Mais le prix du blé est aussi partiellement corrélé au prix du pétrole. Une forte hausse du cours du pétrole conduit en effet les opérateurs à anticiper une augmentation de la

production de bio-carburants, dont l'effet attendu est une augmentation de la demande de blé et de son cours. Des achats spéculatifs et de couverture se déclenchent, qui se traduisent par une hausse auto-réalisatrice instantanée du cours du blé.

*- Le rôle des anticipations dans la formation des équilibres de marché*

Supposons que les investisseurs internationaux attendent une forte baisse des taux directeurs de la FED, dans l'espoir d'un soutien à la croissance américaine dont l'Europe attend des effets positifs. Si la baisse anticipée est de 0,75 % et que la FED ne baisse ses taux que de 0,25 %, le marché des actions dans le monde va baisser. Le cours des actions reposait sur une anticipation de 0,75 % associée à des perspectives de croissance et d'amélioration du résultat des entreprises ; une baisse inférieure révisé à la baisse le cours d'équilibre et déclenche des ventes auto-réalisatrices.

### **La règle des « 3D »**

Le phénomène de globalisation financière est souvent illustré par les 3D - décloisonnement, déréglementation, désintermédiation. Ce triple processus remonte au milieu des années 1980 et peut être caractérisé de la manière suivante :

- **Décloisonnement** : processus de suppression des barrières entre les compartiments des marchés de capitaux, conduisant à une interdépendance des prix d'équilibre, tant au niveau domestique qu'international. A titre d'illustration, la simple annonce, en 1985, de la création du marché des certificats de dépôt, titres à court terme émis par les banques, provoqua une forte chute du marché obligataire, ces nouveaux titres étant considérés par les investisseurs comme des substituts, même imparfaits, aux obligations.

- **Déréglementation** : assouplissement ou suppression des règles encadrant les transactions financières. Ainsi fut par exemple supprimé en 1986 l'encadrement du crédit, qui imposait jusqu'alors, pour lutter contre l'inflation, des normes maximales de progression des encours de crédit bancaires. C'est à cette même époque que fut considérablement assoupli le contrôle des changes.

- **Désintermédiation** : recours croissant des agents non financiers (ANF) au marché financier pour couvrir leur besoin de financement, par émission d'actions ou d'obligations, au détriment des concours bancaires. On distingue le taux d'intermédiation au sens strict et le taux d'intermédiation au sens large. Le premier indicateur se mesure ainsi :

#### Crédits accordés par les institutions financières aux ANF

##### Total des financements dont les ANF ont bénéficié

Le second indicateur prend en compte les titres de financement émis par les ANF sur le marché (actions, obligations, titres de créances négociables) et détenus par les institutions financières, il se mesure ainsi :

#### Crédits accordés et achat de titres par les institutions financières aux ANF

##### Total des financements dont les ANF ont bénéficié

Le taux d'intermédiation au sens strict est relativement stable depuis le début des années 2000 et s'établit en 2011 à environ 40 % (contre 55 % en 1994). Le taux d'intermédiation au sens large est de 55 % aujourd'hui contre 75 % en 1994.

# Ressources et activités pédagogiques proposées

## Activité 1. Lecture des tableaux de cotation

Finalité : maîtriser la lecture des tableaux de cotation des principaux compartiments du marché des capitaux, à partir d'un site internet ou de la page « Marchés financiers » d'un quotidien.

Étapes et ressources préconisées :

- Demander aux élèves de relever, dans un quotidien ou sur un site internet, les cours de référence d'actifs représentatifs des principaux compartiments du marché des capitaux.

Exemple :

Marché des actions	Marché monétaire euro	Marché des changes	Marché des matières premières
CAC40 : 3501 (+0,74 %)	1 mois : 0,36 %	Euro-dollar : 1,33	Pétrole brent : 125 \$
Dow Jones : 13208 (+0,97 %)	3 mois : 0,43 %	Livre-euro : 1,20	Blé : 215 €/tonne

- Poser des questions sur le rôle économique de chacun des marchés et identifier les interrelations entre les différents segments.

1. Quelle hypothèse peut-on formuler en observant les variations de l'indice CAC40 et de l'indice Dow Jones ? Quels sont les facteurs communs de l'évolution des indices boursiers en France et aux États-Unis ?

2. Quelle hypothèse peut-on établir en observant la structure croissante des taux d'intérêt sur le marché monétaire euro ? Pourquoi une anticipation de hausse des taux d'intérêt conduit-elle à emprunter plus cher à 3 mois qu'à 1 mois ?

3. Le cours d'introduction de l'euro-dollar, le 4 janvier 1999, était de 1,17. Après avoir atteint un cours-planche de 0,82 en 2000, il remonte et cote aujourd'hui 1,33. La remontée de l'euro est-elle une bonne nouvelle pour :

- Les exportateurs européens ?
- Les entreprises françaises endettées en dollar ?
- Les entreprises qui achètent du pétrole ?
- Les investisseurs qui détiennent un portefeuille d'actions américaines ?
- De manière générale, quels sont les facteurs fondamentaux qui déterminent le cours de change de l'euro-dollar ?

4. Le prix du baril de pétrole (brent) est passé d'environ 20 dollars en 2000 à 125 dollars en 2012, soit une multiplication par 6. Si l'on prend en compte l'évolution du cours de change euro-dollar :

- la hausse du baril a-t-elle été plus élevée ou moins élevée pour une entreprise européenne ?
- quelle est la variation relative effective pour une entreprise européenne ?

5. Quels sont les mécanismes de diffusion d'un choc majeur affectant l'un des segments sur les autres compartiments du marché des capitaux ?

- Le baril de pétrole passe de 125 à 180 dollars
- La FED décide par surprise de remonter très fortement ses taux directeurs

- On peut aussi imaginer que les élèves forment des anticipations sur l'évolution du prix de l'un des actifs de leur choix et comparent, lors du prochain cours, leur anticipation à la variation observée, en proposant une explication de l'écart constaté. On peut aussi reproduire régulièrement ce jeu sous la forme d'un concours.

## Activité 2. Internationalisation de la dette publique

Finalité : analyser les causes et effets de l'internationalisation de la dette publique, en invitant les élèves à alimenter leur réflexion par la lecture de quelques tableaux décrivant la répartition par pays des détenteurs non-résidents de la dette d'Etat. Les cas des Etats-Unis, de la France et de la Grèce pourront par exemple illustrer la réflexion.

Étapes et ressources préconisées :

- Exemple : le cas américain

(Lien pour la mise à jour des données : <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/shla2010r.pdf>).

Tableau 1 : Répartition de la dette d'État des Etats-Unis détenue par des créanciers privés

	Dette totale détenue par des créanciers privés (milliards de \$)	Dette détenue par les non-résidents (milliards de \$)	Part des non-résidents
Décembre 2010	8 368,9 <sup>(1)</sup>	4 370	52,2%
Décembre 2009	7 034,4	3 685	52,4%
Décembre 2008	5 893,4	3 077	53,5%
Décembre 2007	4 395,7	2 353	53,5%
Décembre 2006	4 122,1	2 103	51,0%
Décembre 2000			38,0%

<sup>(1)</sup> Dette publique totale, décembre 2010 : 13 562 milliards de \$

Tableau 2 : Répartition par pays de la dette publique des Etats-Unis détenue par les créanciers privés non-résidents (décembre 2010)

Chine	26%
Japon	20%
Royaume-Uni	6%
Moyen Orient	5%
Brésil	4%
Taiwan	3,5%
Russie	3,5%
Hong-Kong	3%
Autres	29%

Questions :

Comment peut-on expliquer, sous une perspective macroéconomique, le poids important et croissant de la part de la dette publique détenue par les non-résidents ?

Quelles sont les conséquences de l'internationalisation de la dette publique ?

Quels commentaires peut inspirer la lecture de la répartition par pays de la dette américaine ?

### **Activité 3. Diffusion d'informations nouvelles, révision des anticipations et volatilité des marchés**

Finalité : Montrer que la volatilité du prix des actifs financiers est largement expliquée par la révision des anticipations des opérateurs, elle-même alimentée par la diffusion continue d'informations nouvelles.

Étapes et ressources préconisées :

- À partir de situations historiques ou construites, analyser la manière dont les marchés réagissent à la diffusion d'informations nouvelles. On insistera sur le rôle des anticipations, en montrant que les variations de cours sont d'autant plus importantes que « l'effet de surprise » est grand. À titre indicatif, sont ici proposées quelques illustrations :

Le taux de croissance (annualisé) du PIB américain du dernier trimestre est attendu par le marché à + 2 % et finalement annoncé à + 4 %. Quels sont les effets probables sur les différents segments du marché des capitaux ?

Le taux d'inflation (annualisé) du dernier mois, attendu à 5 %, est finalement annoncé à 2 %. Comment vont réagir les marchés ? Quels compartiments seront en priorité affectés par cette information ?

Un organisme météorologique annonce de fortes inondations en Australie. Pourquoi le cours du blé va-t-il monter instantanément et pas simplement le jour où les pluies annoncées surviennent ?

Pourquoi le cours de certaines actions françaises est-il positivement corrélé au dollar ? Donner quelques exemples.

Pendant la crise grecque de l'automne 2011, une rumeur a fait état d'un probable défaut du Trésor grec. Pourquoi les taux d'intérêt sur les obligations du Trésor allemand ont-ils soudain baissé ? Dans quelle mesure cette rumeur peut-elle affecter l'économie réelle ? Que peut-on en conclure ?

Certains économistes pensent qu'il est plus facile de réguler les marchés « par la parole » que par des interventions « physiques » d'achat ou de vente d'actifs. Expliquer l'idée sous-jacente.

Demander alors aux élèves de ranger les informations par « famille » (rumeurs, indicateurs économiques, décisions économiques, annonce politique...) en illustrant chacune d'entre elles et en envisageant son impact sur les différents segments du marché des capitaux.

### **Activité 4. Désintermédiation et réintermédiation**

Finalité : Montrer que le phénomène de désintermédiation n'est pas irréversible. Le rôle croissant des banques dans une économie de marchés financiers prouve une forme de réintermédiation.

Étapes et ressources préconisées :

- Extrait de l'article de Tadjeddine, Y. « Les banques dans une économie de marchés financiers », *Les Cahiers Français*, n°361, La Documentation Française, mars-avril 2011.

Introduction : pages 54-55.

Questions : Quelles différences y a-t-il entre une « économie d'endettement » et une « économie de marchés financiers » ? En quoi cette distinction peut-elle être nuancée ? Retrouver le phénomène des 3D dans ce texte. En quoi peut-on parler d'une réintermédiation ?

# Bibliographie

## **Bibliographie sélective et commentée à l'usage du professeur**

Aglietta, M. *Macroéconomie financière*, Repères, La Découverte, 2010.

Marteau D., *Les marchés de capitaux*, Armand Colin, 2012.

[Pages 9-56 sur les marchés des capitaux, pages 44-46 sur la diffusion des chocs entre les marchés et les processus auto-réalisateurs, pages 57-78 sur le marché monétaire, pages 125-140 sur le marché des changes, pages 141-160 sur le marché des actions.]

« Comprendre les marchés financiers », *Les Cahiers Français* n°361, La Documentation française, mars-avril 2011.

[Pages 31-34 Panorama des marchés de capitaux, pages 54-58 article dont est extraite l'activité 4 sur le rôle des banques dans une économie de marchés, pages 59-63 sur le rôle croissant des fonds d'investissement comme acteur clé des marchés financiers.]

Bourguinat H., *Finance internationale*, PUF Thémis Economie, 1995.

[Une introduction très riche sur les transformations de la finance internationale : interdépendance des marchés page 23, sophistication des produits pages 24-25, intégration verticale et horizontale des marchés financiers pages 25-26, envol du marché des changes page 27, diverses conséquences du système monétaire international pages 28-33. La règle des 3D est traitée en détails pages 96-105.]

## **Bibliographie complémentaire**

Boyer, R. Les financiers détruiront-ils le capitalisme ? *Economica*, 2011.

Scialom L., *Economie bancaire*, coll. Repères, La Découverte, 2010 (Chapitre 1, Banques et formes d'intermédiation financière).

Goyeau D., Tarazi A., *La Bourse*, coll. Repères, La Découverte, 2006.

Brender A., Pisani F., *La crise de la finance globalisée*, coll. Repères, La Découverte, 2010 (Chapitre 1, Les infrastructures de la finance globalisée).

[www.christian-biales.net/documents/Intermediati.PDF](http://www.christian-biales.net/documents/Intermediati.PDF)

[www.banque-france.fr/fileadmin/user\\_upload/banque\\_de\\_france/archipel/publications/bdf\\_bm/etudes\\_bdf\\_bm/bdf\\_bm\\_146\\_etu\\_3.pdf](http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/archipel/publications/bdf_bm/etudes_bdf_bm/bdf_bm_146_etu_3.pdf)