



HAL
open science

La " finance globale " : emprise, contraintes et exclusions

Cécile Bastidon

► **To cite this version:**

Cécile Bastidon. La " finance globale " : emprise, contraintes et exclusions. Géopolitiques de Brest (Université de Bretagne Occidentale / ENSTA Bretagne / Ecole Navale / Telecom Bretagne), Jan 2011, Brest, France. hal-00736308

HAL Id: hal-00736308

<https://hal.science/hal-00736308v1>

Submitted on 28 Sep 2012

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

La « finance globale » : emprise, contraintes et exclusions

Communications aux Géopolitiques de Brest

27 et 28 janvier 2011

« Puissances de demain »

Cécile Bastidon Gilles

bastidon@univ-tln.fr

LEAD, <http://lead.univ-tln.fr>, Université du Sud / Toulon Var

Sur le plan économique, il est opportun d'aborder le thème des « puissances de demain » en privilégiant une approche centrée non pas sur un pays ou un groupe de pays, mais sur un secteur d'activité. L'actualité récente des crises financières, très riche et mouvementée, désigne à cet effet le secteur financier. Ainsi, notre contribution a pour thème la globalisation financière, qui d'ailleurs est la justification habituelle de l'impuissance des gouvernements en matière de politique économique. En général la globalisation financière, et la finance en général, sont des phénomènes extrêmement médiatiques : on peut, ainsi, relever l'usage des expressions « planète de la finance » ou « monde de la finance » dans la couverture médiatique des grandes « affaires » relatives au secteur financier. Ces expressions font d'ailleurs écho à la notion de « sphère financière », en usage dans les publications académiques. Dans les deux cas, la réalité des faits est fidèlement dépeinte : aujourd'hui, l'essentiel des opérations financières, notamment les opérations de change, de crédit, d'achats de titres, ... n'a plus pour objectif de financer l'activité économique en général, mais bien de générer une rentabilité propre. En pratique, la finance n'est généralement plus au service de l'économie réelle, sur laquelle elle a très largement pris le pas. La finance façonne et modifie structurellement la physionomie des économies.

Il est d'ailleurs presque convenu de pointer les excès du secteur financier, si bien qu'il devient nécessaire de revenir à des éléments d'appréciation concrets. Pour ce motif, notre contribution est construite à partir du commentaire d'une série de graphiques d'actualité récente, avec par ailleurs le souci de donner dès que nécessaire une perspective historique, par l'utilisation de séries longues (notamment, à partir de 1950 pour les séries INSEE et de 1970 et 1980 respectivement pour les séries CNUCED et FMI). Le constat qui s'impose à l'issue de ce cheminement est celui d'un rapport de forces extrêmement déséquilibré au bénéfice des marchés financiers. Pour ce qui concerne spécifiquement la « problématique des puissances de demain », les conclusions sont en demi-teinte. La complexité des marchés financiers aujourd'hui est telle qu'il n'est pas évident de désigner le ou les pays qui se trouveront demain clairement les bénéficiaires de la prééminence de ces marchés. En revanche, ceux qui vont pratiquement inévitablement s'en trouver fragilisés sont assez faciles à identifier.

La disproportion des marchés financiers par rapport aux activités économiques de la sphère réelle est particulièrement manifeste en ce qui concerne le marché des changes, premier marché de capitaux mondial en volume. A l'examen du Graphique 1, qui illustre l'évolution des volumes de transaction sur les marchés de change selon les enquêtes triennales de la BRI, un premier constat s'impose : entre 2001 et 2010, ces volumes sont multipliés par 2,7, ce qui est considérablement plus rapide que le rythme d'augmentation de la richesse mondiale, ou du commerce international par exemple. Le second constat concerne les valeurs

mentionnées, qui sont des valeurs quotidiennes : en 2010, sur les marchés de change, l'équivalent de 4000 milliards de dollars s'échangent quotidiennement.

A la même date, l'ensemble des transactions de commerce international, c'est-à-dire l'ensemble des importations et exportations au niveau mondial, s'établit approximativement au même niveau, mais en valeur trimestrielle. Autrement dit, en une seule journée de transactions sur les marchés de change, les volumes sont équivalents à trois mois de commerce international. La part des transactions de change liées au financement d'opérations économiques est extrêmement marginale, le reste de ces transactions étant de nature exclusivement financière. Ce premier exemple est significatif de l'ampleur prise par le développement autonome de la sphère de la finance, particulièrement au cours de la dernière décennie. Avant de rentrer dans le détail de ces mécanismes, il convient de préciser que la capacité d'intervention en termes de réserves de change de l'ensemble des banques centrales, c'est-à-dire des Autorités publiques, mesurée par leurs stocks de devises, représente aujourd'hui l'équivalent de deux à trois jours de transaction sur les marchés de change. Ceci supposerait encore qu'elles parviennent à se mettre d'accord pour intervenir simultanément en matière de politique de change, ce qui relève de l'utopie, ainsi que les réunions du G20 par exemple en donnent régulièrement l'illustration. Il est donc d'ores et déjà établi que l'ampleur de l'essor de la finance globale place les Etats en situation de contrainte, que l'on peut qualifier de mécanique : les volumes de capitaux qui circulent quotidiennement sur les marchés globalisés sont hors de proportion par rapport à leurs propres moyens d'intervention.

Dans ce cadre général, il s'agit à présent de cerner précisément les contours du phénomène de globalisation financière. On entend habituellement par « finance globale » le cadre que constituent l'ensemble des systèmes de financements des économies avancées et des pays émergents, qui sont devenus interdépendants. Selon la définition de référence d'Henri Bourguinat, la globalisation financière peut être comprise selon la « règle des 3D ». Elle comporte en effet trois caractéristiques en « D » : la désintermédiation, la dérèglementation, et le décloisonnement. Le propos de notre contribution est de rentrer dans le détail de chacune de ces caractéristiques, dans le but de réaliser un état des lieux de la finance globale à l'orée de la décennie 2010. En particulier, il s'agit de pointer ce que ce phénomène inclut et ce qu'il n'inclut pas – car nombre de pays sont exclus de ce système ; quelles sont les conséquences de son émergence sur les profils de croissance des économies qui en sont partie prenante ; et comment sa complexité toujours croissante rend aujourd'hui les risques plus difficiles à identifier et à mesurer.

1. « Décloisonnement »

Le décloisonnement, première caractéristique de la globalisation financière selon la « règle des 3D », fait référence à la suppression des cloisonnements légaux entre les différents segments des marchés financiers – l'exemple le plus connu est ici celui des secteurs de la banque et de l'assurance, qui tendent actuellement à proposer des services similaires. Toutefois le décloisonnement ne se limite pas à cela : il désigne aussi la suppression des cloisonnements entre les différents systèmes de financement domestiques, condition nécessaire à la globalisation. En pratique, il en résulte la capacité pour une banque ou un investisseur d'un pays donné de prêter ou de placer où il le souhaite à l'étranger, sans contrainte légale. De manière symétrique, les gouvernements et les entreprises peuvent alors trouver des financements non seulement au niveau domestique, mais également au niveau international.

Ainsi, depuis le début de la décennie 2000, il existe deux types de configurations (Graphique 2) : d'abord, les pays qui globalement ont une balance courante excédentaire, donc un excès d'épargne qui s'investit ensuite à l'étranger ; et ensuite, ceux qui ont une balance courante déficitaire, donc un déficit d'épargne qui doit être comblé par des investissements venus de l'étranger.

Or contrairement aux attentes, ce ne sont pas les économies avancées qui, globalement, investissent dans les Pays en Développement et émergents. C'est en réalité précisément le contraire qui se produit : globalement, les économies en développement et émergentes présentent des excédents de balance courante (cumul en partie supérieure du graphique), qui vont s'investir dans les économies avancées caractérisées par des déficits pratiquement symétriques (cumul en partie inférieure), particulièrement dans le cas des Etats-Unis. C'est le premier paradoxe du décloisonnement : la libre circulation de l'épargne mondiale conduit à ce que les déficits d'épargne des économies les plus riches, à commencer par la première d'entre elles, soient financés par les excédents de celles qui le sont moins.

Outre ce premier résultat contre-intuitif, on observe également sur ces données que les périodes de crise sont plutôt des périodes de résorption des déséquilibres. En particulier, dans le cas de la crise que nous venons de traverser, les excédents comme les déficits se réduisent de moitié au moins. Symétriquement, les périodes de prospérité, au contraire, sont des périodes d'accentuation des déséquilibres. On peut d'ailleurs noter que le FMI prévoit, à l'horizon des quatre prochaines années, que la reprise de l'activité économique se traduise par un retour de ces déséquilibres à leur niveau d'avant la crise.

Si l'on entre dans le détail de la décomposition des flux de capitaux reçus, il apparaît que non seulement les économies avancées sont destinataires de l'essentiel des flux d'épargne mondiale, mais encore elles concentrent les investissements durables, ceux qui ne mettent pas les économies qui les reçoivent en danger de retrait massif de capitaux en période de crise (Graphique 3). Ainsi, les investissements directs étrangers, qui désignent les achats d'actions pour une proportion supérieure à 10% du capital des entreprises, sont largement concentrés sur les économies avancées. La part qui revient aux économies en développement et émergentes est comprise entre 20 et 40% environ selon les années. Il se trouve que cette proportion est liée au volume global des flux d'investissements directs (Graphique 4) pour une année donnée : plus les investissements directs mondiaux sont importants, ce qui est en général le cas en période de prospérité, plus la part qui revient aux Pays en Développement et émergents est faible, et inversement.

Dans les périodes où le volume global des flux se tasse, c'est-à-dire en général dans les périodes de crise, cette proportion augmente. Ce constat conduit à nuancer le précédent : certes les économies avancées sont destinataires de la majeure partie des flux d'épargne mondiale, et en particulier de la majeure partie des flux d'investissements durables. Toutefois, en période de crise et de réduction des volumes d'investissements mondiaux, les économies en développement et émergentes « résistent » mieux, au sens où elles conservent des flux de financements relativement stables. Toutefois, nombre de Pays en développement ne profitent pas de cet effet favorable. En réalité, au sein du groupe très hétérogène que constituent les Pays en Développement et émergents, sans surprise cette fois, l'essentiel des flux de capitaux stables se concentre sur les économies asiatiques et sud-américaines (Graphique 5). Pourtant, depuis une quinzaine d'années, les économies d'Afrique sub-saharienne se sont largement désendettées (Graphique 6), ce qui justifierait une réappréciation positive du risque par les investisseurs, et un retour des flux de capitaux internationaux.

En définitive, le bilan qui peut être fait aujourd'hui du processus de décloisonnement des marchés de capitaux est donc celui d'un double phénomène de concentration. D'abord, l'essentiel des flux d'épargne est dirigé vers les économies avancées, au détriment des économies en Développement et émergentes. Toutefois, à l'intérieur de ce groupe, les situations sont extrêmement contrastées : les Pays en Développement les plus pauvres sont totalement exclus de la circulation mondiale de l'épargne, alors que les pays émergents attirent des volumes d'investissement certes inférieurs à ceux qui sont dirigés vers les économies avancées, mais cependant beaucoup plus stables en période de crise économique. S'il fallait ne retenir qu'un point clef de cet état des lieux du processus de décloisonnement, ce serait donc simplement le constat selon lequel la globalisation financière est en fait un phénomène qui ne concerne qu'un groupe très restreint d'économies avancées et émergentes.

2. « Désintermédiation »

La désintermédiation est le deuxième « D » de la « règle des 3D ». Le financement de l'économie fait appel à deux systèmes qui coexistent : la finance bancaire, dite intermédiée parce que la banque fait office d'intermédiaire entre le déposant qui lui confie son épargne et l'entreprise à laquelle elle prête ; et la finance directe, où l'entreprise vend directement des titres, par exemple des actions, aux épargnants pour financer son activité. La désintermédiation désigne le phénomène par lequel les entreprises, de même d'ailleurs que les Etats, qui ont besoin de financements, vont de plus en plus avoir recours à la vente de titres sur les marchés pour trouver ces financements. Ceci signifie qu'en contrepartie elles solliciteront moins les intermédiaires financiers, c'est-à-dire les banques : c'est la désintermédiation.

La réalité du phénomène est beaucoup plus aisée à mettre en évidence que dans le cas du décloisonnement : le processus de désintermédiation est incontestablement un fait établi pour ce qui concerne les économies avancées et émergentes, c'est-à-dire celles qui sont incluses dans le périmètre que nous venons de définir comme étant celui de la finance globale en 2011. Nous allons donc nous concentrer non pas sur la mesure du phénomène, mais sur ses effets, dans le cas particulier de la France puis de la zone euro, où ces effets se trouvent être singuliers.

Notre environnement, aujourd'hui, est caractérisé par un poids relativement faible de l'intermédiation bancaire traditionnelle, c'est-à-dire de la part des banques dans le financement de l'économie (Graphique 7). A titre d'exemple, en France, le poids du financement bancaire de l'économie sous forme de crédit est actuellement de l'ordre de 40%, soit inférieur de 15 points de pourcentage à sa valeur du milieu de la décennie 1990. Symétriquement, le poids des marchés financiers est donc de 60%. Ce mode de fonctionnement n'est pas neutre pour le fonctionnement des entreprises : alors que dans la relation de long terme qui s'instaure avec un établissement de crédit on peut concevoir que les investissements réalisés ne se traduisent pas par une exigence de rentabilité immédiate, il est beaucoup plus difficile de faire admettre cet impératif de rentabilité différée à des actionnaires.

Dans le cas de la France, la désintermédiation du financement de l'économie, c'est-à-dire la transition d'une économie financée par les banques à une économie financée par les marchés, intervient d'ailleurs simultanément à une rupture majeure dans la configuration de l'environnement économique (Graphique 8). Alors que le taux de croissance de l'économie est désormais relativement lent et fortement instable, le taux de marge s'est stabilisé à partir de la deuxième partie de la décennie 1980, et cela de manière statistiquement remarquable. Il est en effet très rare qu'une série macroéconomique présente de telles

propriétés de stabilité sur une période de 25 ans. Schématiquement, l'économie française, initialement caractérisée par un environnement de croissance stable et élevée avec taux de marge fluctuant et relativement faible, est actuellement dans la configuration inverse : la croissance est lente et irrégulière avec un taux de marge relativement stable et élevé. Ainsi, après la cassure à la baisse liée aux crises de la décennie 1970, le taux de marge des entreprises s'élève de 8 points, alors que le taux de croissance est désormais égal à la moitié de sa valeur d'avant 1975. Historiquement, ce tournant coïncide précisément avec le passage d'une économie de crédit bancaire à une économie de marchés financiers.

Cette stabilisation du taux de marge à un niveau élevé pourrait avoir une incidence positive : en effet, elle constitue pour les entreprises la possibilité d'autofinancer plus largement leur investissement, et donc d'être moins tributaires du renchérissement éventuel des coûts de financement de cet investissement. Ce type de mécanisme permettrait, par exemple, d'amortir les effets récessifs d'une hausse des taux d'intérêts ou d'un tarissement du crédit. En pratique, il n'en est rien : la stabilisation des taux de marge à un niveau historiquement élevé ne s'accompagne pas d'un mouvement comparable en ce qui concerne le taux d'investissement des entreprises (Graphique 9). Au contraire, l'étude des séries chronologiques fait apparaître que le taux d'investissement vient s'établir, à partir de la fin de la décennie 1970, à un niveau historiquement bas. De même, les dents de scie de la courbe d'investissement sont fortement marquées en fin de période, ce qui confirme son statut actuel de variable d'ajustement. La hausse du taux de marge n'étant pas employée à financer une hausse de l'investissement des entreprises, elle est donc, nécessairement, redistribuée sous forme de dividendes. Sur ce point, la pression exercée sur les entreprises est évidemment d'autant plus forte que les actionnaires pèsent fortement dans la structure de leurs financements – autrement dit, que ceux-ci sont largement désintermédiés. A titre d'exemple, dans le cas de la France et pour l'année 2009, marquée par une croissance négative de - 2,5 % et une cassure très visible des séries macroéconomiques, non seulement le taux de marge a très faiblement décru, mais encore le taux de distribution des bénéfices a atteint des sommets historiques. La faiblesse de l'investissement qui en résulte n'est pas sans rapport avec la stabilisation de la croissance à bas niveau.

L'examen de l'évolution historique de la contribution à la croissance du PIB attribuable à l'investissement le confirme d'ailleurs (Graphique 10). Alors que cette contribution est systématiquement positive et relativement stable en première partie de période, elle est aujourd'hui extrêmement variable. De manière générale, la contribution de l'investissement à la croissance en période de conjoncture favorable est positive, mais en période de conjoncture défavorable elle est fortement négative et accentuée la récession. Il est donc clair que le niveau actuel, à la fois stable et élevé, des taux de marge, n'a pas en retour d'influence positive sur la croissance par le biais de l'investissement des entreprises.

Pour conclure cette seconde partie relative aux effets de la désintermédiation dans l'exemple de l'économie française, une comparaison internationale entre les taux de marge de la zone euro et ceux des économies des Etats-Unis et du Japon s'avère éclairante (Graphique 11). On pourrait en effet parfaitement concevoir que la nécessité de stabiliser les taux de marge à un niveau élevé réponde à une contrainte de concurrence internationale. Il s'avère que ce n'est pas le cas : seul le taux de marge des économies de la zone euro est isolé de la conjoncture. Aux Etats-Unis et au Japon, il varie avec la croissance du PIB conformément aux attentes.

Ces éléments permettent de dresser une conclusion provisoire de notre état des lieux du processus de globalisation financière. Nous avons établi, à propos du premier "D", le décloisonnement, qu'en réalité la

globalisation est un phénomène qui ne concerne que le groupe très restreint des économies les plus avancées. Pour ce qui est du deuxième "D", la désintermédiation, nous constatons que dans le cas de la France en particulier, et de la zone euro en général, la réalité du phénomène en fait aucun doute : actuellement, les marchés ont remplacé le crédit bancaire en tant que principale source de financement de l'économie. Mais l'essentiel de l'intérêt du phénomène réside en dehors de ce constat : en effet, loin d'être un phénomène interne à la sphère financière, la désintermédiation des financements, notamment dans la zone euro, se traduit par une pression sur les entreprises extrêmement forte, d'où la nécessité impérieuse de dégager une rentabilité élevée et stable, qui n'est pas essentiellement consacrée à investir mais à redistribuer les bénéfices réalisés. La faiblesse et l'instabilité des investissements qui en résultent contribuent à installer durablement un environnement de faible croissance.

3. « Déréglementation »

Il reste maintenant à examiner le dernier "D" de la « règle des 3D », afin de dresser un tableau complet du processus de globalisation financière dans ses formes actuelles. Ce troisième "D" désigne la déréglementation des activités du secteur financier, qui a rendu possible la globalisation financière. Pour autant, ce n'est pas un processus clos. Aujourd'hui, sa progression ininterrompue continue de susciter et d'accompagner les mutations de la sphère financière. Ainsi, nous allons voir dans cette dernière partie que cette sphère est aujourd'hui caractérisée par une extrême complexité, pour trois principales raisons. En premier lieu, la limite entre banques et marchés est de plus en plus difficile à déterminer. Ensuite, les opérateurs « historiques » des marchés de titres, les Bourses, sont devenus en quelques années des acteurs de second plan sur leurs propres marchés, au bénéfice d'opérateurs dont on sait finalement très peu de chose, puisqu'ils ne sont pas eux-mêmes cotés et n'ont donc aucune obligation de publier leurs comptes. Enfin, les mutations technologiques récentes occasionnent une forte progression de la part des transactions sans intervention humaine par rapport au volume total des échanges sur les marchés de capitaux.

Le décloisonnement des activités financières se traduit, en pratique, par une véritable interpénétration de la finance intermédiée et de la finance de marché. L'exemple le plus connu est celui du mécanisme de titrisation des crédits : ce sont, par exemple, les fameux « crédits subprimes », détenus initialement par les banques à l'origine des prêts, puis fractionnés et revendus sous forme de titres à des investisseurs tiers. Cette interpénétration est également visible dans l'importance prise par le secteur bancaire dans les capitalisations boursières totales : nous avons ici l'exemple des différents secteurs d'activités représentés dans l'indice CAC40, qui a pour vocation d'être un indice généraliste, c'est-à-dire représentatif de l'ensemble des secteurs d'activité de manière équilibrée (Graphique 12). En réalité, quatre secteurs d'activités sont sur-représentés, au premier rang desquels celui des sociétés financières qui pèse presque 1/5 de l'indice. La conséquence directe de cette sur-représentation est que toute mauvaise nouvelle relative au secteur financier se traduit inmanquablement par une répercussion notable sur l'indice. Il en résulte immédiatement des pertes qui peuvent être lourdes, surtout aujourd'hui : les titres au bilan des entreprises sont désormais comptabilisés non à leur valeur historique d'achat, mais à leur valeur de marché actuelle.

Le deuxième facteur de complexité dans l'organisation de la sphère financière déréglementée tient à l'importance prise par les marchés que l'on appelle "de gré-à-gré", par opposition aux "marchés organisés" que constituent les Bourses. Ces marchés, sur lesquels s'échangent l'essentiel des produits financiers complexes, dits « dérivés », présentent deux inconvénients majeurs dans un contexte d'instabilité financière : d'abord, il n'existe pas de statistiques de prix et de volumes d'échanges, ce qui contribue à déstabiliser les anticipations ; et ensuite, seule une partie des titres passe par une chambre de compensation

et un système de règlement-livraison garantissant la bonne fin des transactions. Pour ces deux raisons, les marchés de gré à gré constituent incontestablement un facteur de complexité. Toutefois, ces marchés concernent des catégories de titres spécifiques, et jusqu'à récemment, sur les marchés les mieux connus, c'est-à-dire les marchés d'actions, la situation était relativement simple, du moins pour ce qui concerne l'Union Européenne. Chaque place financière possédait une Bourse, c'est-à-dire ce qu'on appelle une « entreprise de marché », qui détenait le monopole des transactions sur titres. Ce monopole disparaît en décembre 2007 avec la mise en application de la directive européenne dite « Marchés d'Instruments Financiers », plus communément appelée « MIF », qui introduit le principe d'une libre concurrence entre les opérateurs historiques et des plateformes alternatives de négociation. Dans un premier temps confidentielles, les parts de marché de ces plateformes décollent à partir de 2009 (Graphique 13). C'est visible ici dans le cas de Chi-X, la principale d'entre elles, dont la part de marché double entre août 2008 et août 2010 pour venir s'établir au second rang européen, juste derrière la Bourse de Londres, et devant celle de Francfort et Nyse Euronext, le groupement dont fait partie la Bourse de Paris.

Selon des données plus récentes encore (Graphique 14), incluant l'ensemble des marchés européens y compris les pays scandinaves, Chi-X serait actuellement le premier opérateur européen. Bats et Turquoise, les deux autres plateformes les plus importantes, regroupent à elles deux plus de 10 % des parts de marché. Cet état de fait suscite de nombreuses interrogations, à commencer par celle de l'optimalité de cette situation en termes de concurrence. Les plateformes étant généralement contrôlées par des groupes bancaires, il est permis de se questionner. La seconde inconnue concerne la rentabilité des plateformes : non cotées, elles n'ont en effet aucune obligation de publier leur comptabilité. Leurs dirigeants affirment qu'elles sont rentables, alors que ceux des Bourses historiques affirment le contraire. Il n'existe aucun moyen de trancher ce différend. On sait seulement que les plateformes fonctionnent sur un modèle « low cost » : Chi-X, très probablement actuellement le premier opérateur européen sur les marchés d'actions, fonctionne ainsi avec une quarantaine de salariés. Quoiqu'il en soit, l'apparition des plateformes a rendu considérablement plus complexe l'environnement des marchés d'actions, désormais fractionnés entre de nombreux acteurs dont certains parmi les principaux sont extrêmement mal connus.

En outre, les conséquences de la mise en œuvre de la directive MIF sur la configuration des marchés de capitaux de l'espace européen ne se limitent pas à aux effets de l'introduction de la concurrence sur les marchés d'actions. Cette mise en œuvre s'est également traduite par une très forte accélération de la part des « transactions à forte fréquence » (Graphique 15). Il s'agit de transactions automatiquement générées par des programmes qui identifient les opportunités d'achat ou de vente, c'est-à-dire les écarts de prix, qui peuvent être infimes, entre deux opérateurs qui proposent le même titre – par exemple, une Bourse et une plateforme. Ces transactions ont une durée extrêmement faible, inférieure au millième de seconde, afin de profiter d'écarts de prix infimes, sur des transactions répétées. Dans le cas de l'Europe, naturellement, la mise en œuvre de la directive MIF, en multipliant les opérateurs, a suscité de nouvelles occasions de réaliser cette catégorie de transactions. Aux Etats-Unis, celles-ci représentent déjà presque les $\frac{3}{4}$ des volumes échangés et auraient généré en 2009 près de 20 milliards d'euros de bénéfices. En Europe, elles représentent actuellement un petit tiers du marché, avec un rythme de progression très rapide. Pour le moment, les projets d'encadrement de ces activités par les régulateurs de marché n'ont pas concrètement abouti. Aucune disposition contraignante n'est encore en vigueur, ni dans l'espace européen ni aux Etats-Unis.

En définitive, l'examen des modalités récentes de la dérèglementation financière, particulièrement dans le cas de la mise en application de la directive Marchés d'Instruments Financiers pour l'espace européen,

montre bien que la globalisation financière est un processus loin d'être achevé. Ainsi, au cours des trois années qui viennent de s'écouler, les marchés financiers européens se sont profondément transformés et complexifiés avec l'apparition de nouveaux acteurs, qui jouent aujourd'hui un rôle de premier plan. De sorte qu'aujourd'hui, les marchés de capitaux sont avant tout extrêmement fragmentés : entre marchés de gré à gré et marchés organisés, entre opérateurs historiques et plateformes alternatives... Cette complexité rend plus difficile l'identification des risques et tend à alimenter et à renforcer les comportements de panique des investisseurs en situation de crise.

Conclusion

A l'issue de cet état des lieux du processus de globalisation financière, la situation de l'espace européen apparaît donc assez peu favorable, pour trois raisons principales. D'abord, alors même que la globalisation financière, en fait, n'est pas un phénomène véritablement global puisqu'elle ne concerne qu'un petit nombre d'économies avancées et émergentes, la crise récente a bouleversé la hiérarchie historique des risques relatifs aux placements internationaux. Les économies émergentes ont ainsi acquis, au cours des cinq dernières années, un statut inattendu de valeurs refuge. Ensuite, au sein des économies globalisées, le financement de l'économie repose désormais majoritairement sur les marchés et non plus sur les activités traditionnelles des banques. Il en résulte, de manière flagrante dans le cas de l'Union Européenne, une course à la redistribution des bénéfices et une faiblesse structurelle de l'investissement des entreprises qui contribuent à l'installation durable d'un environnement de faible croissance. Enfin, les mesures récentes de dérèglementation des activités financières ont conduit à une convergence des caractéristiques des marchés financiers de l'espace européen vers celles caractéristiques des marchés financiers des Etats-Unis, notamment en matière de concurrence sur les marchés de titres. Il est encore trop tôt pour dire s'il s'agit véritablement d'une situation plus concurrentielle – et surtout, si ce nouvel état de faits permettra ou non aux marchés européens de réagir de manière plus mesurée à la prochaine crise globale. Finalement, s'agissant des « puissances de demain », il apparaît donc que l'Union Européenne est actuellement dans une situation fragile. En termes d'entrées de capitaux elle n'a ni le statut de valeur refuge des pays émergents, relativement isolés de la conjoncture internationale, ni l'avantage du dollar que détiennent les Etats-Unis ; la structure du financement de sa croissance est extrêmement contraignante ; et ses marchés financiers, en pleine mutation, génèrent de l'incertitude et des risques mal maîtrisés.

Sources des données

AITE Group, 2010. European dark trading : who's playing in your pool ?, AITE Group Research Reports on International Securities and Investments, December 2010.

Bank for International Settlements, 2010. Report on global foreign exchange market activity in 2010, Triennial Central Bank Survey, December 2010 (<http://www.bis.org/publ/rpfx10t.pdf>).

Banque de France, 2010. Base de données Webstat (<http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/base/base.htm>).

CNUCED, 2010. Base de données UNCTAD Stat (<http://unctadstat.unctad.org/ReportFolders/reportFolders.aspx>).

FIDESEA, 2010. Fidessa Fragmentation Index (<http://fragmentation.fidessa.com/>)

INSEE, 2010. Banque de données macroéconomiques (<http://www.bdm.insee.fr/bdm2/index.action>).

International Monetary Fund, 2010. World Economic Outlook Database, October 2010 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/weodata/index.aspx>).

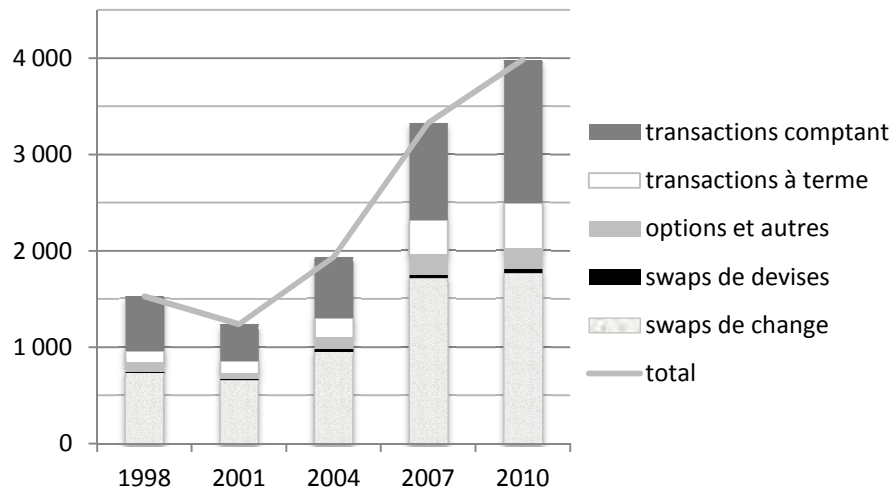
NYSE Euronext, 2010. Statistiques mensuelles (<http://www.euronext.com/editorial/wide/editorial-7350-FR.html>).

OCDE, 2010. Base de données OECD.StatExtracts (http://stats.oecd.org/Index.aspx?datasetcode=MEI_CLI&lang=fr)

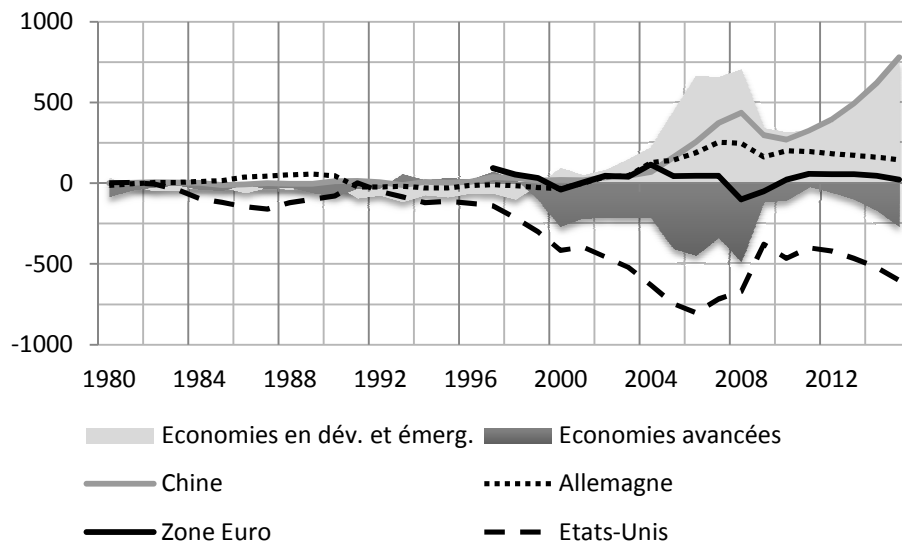
TABB Group, 2010. Next generation algorithms : high frequency for long only, TABB Group Research Reports, August 2010.

Thomson Reuters, 2010. Monthly market shares reports on main trading venues for all european equities (http://thomsonreuters.com/products_services/financial/financial_products/equities_derivatives/europe/market_share_reports/#tab2).

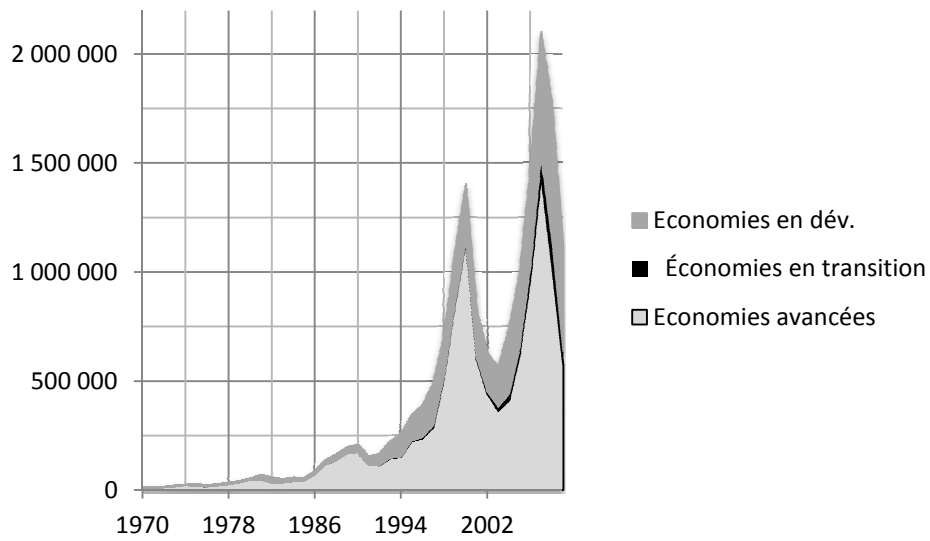
**Graphique 1 Volumes de transactions quotidiens sur les marchés de change, 1998-2010
(mds d'USD, données BRI)**



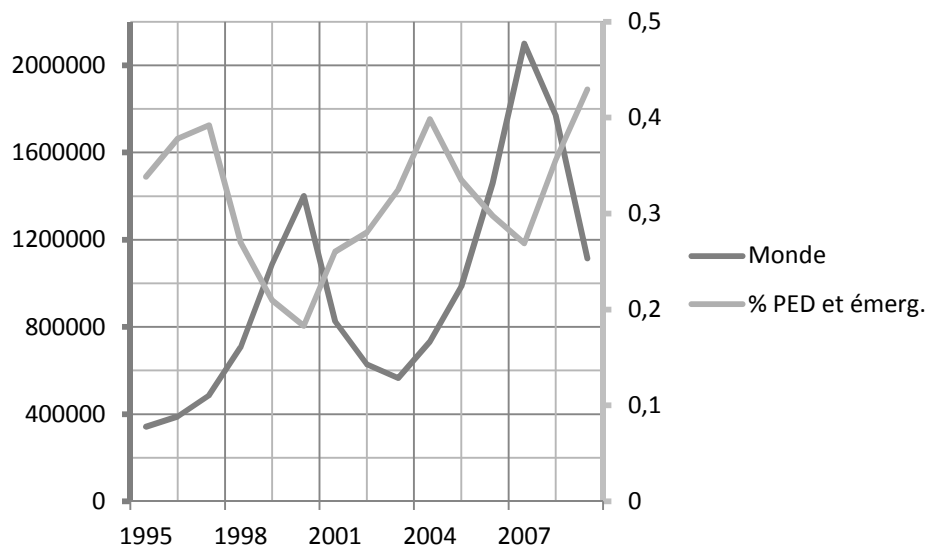
**Graphique 2 Symétrie des déséquilibres de balances courantes
(soldes des balances courantes, en mds d'USD, données FMI prévisionnelles à partir de 2010)**



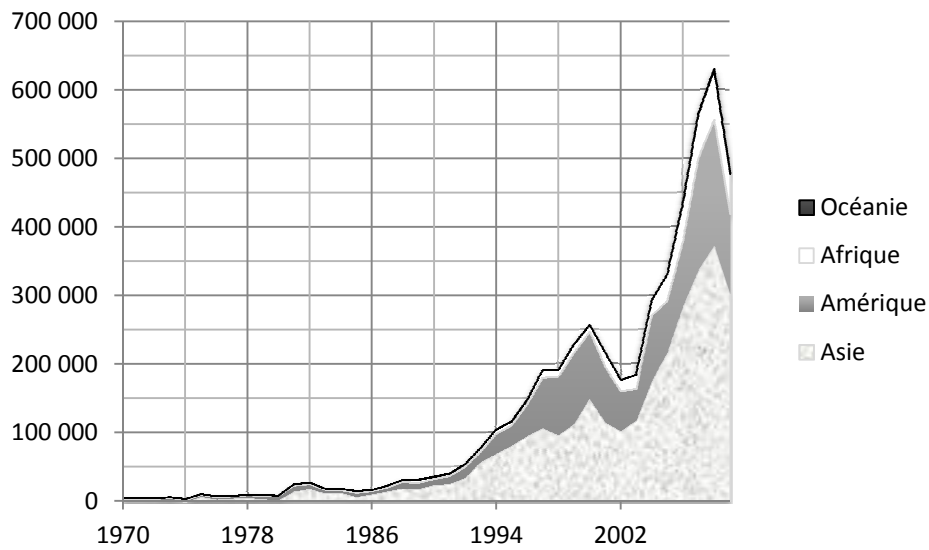
**Graphique 3 Concentration des investissements durables sur les économies avancées
(IDE entrants 1970-2009, millions d'USD, données CNUCED)**



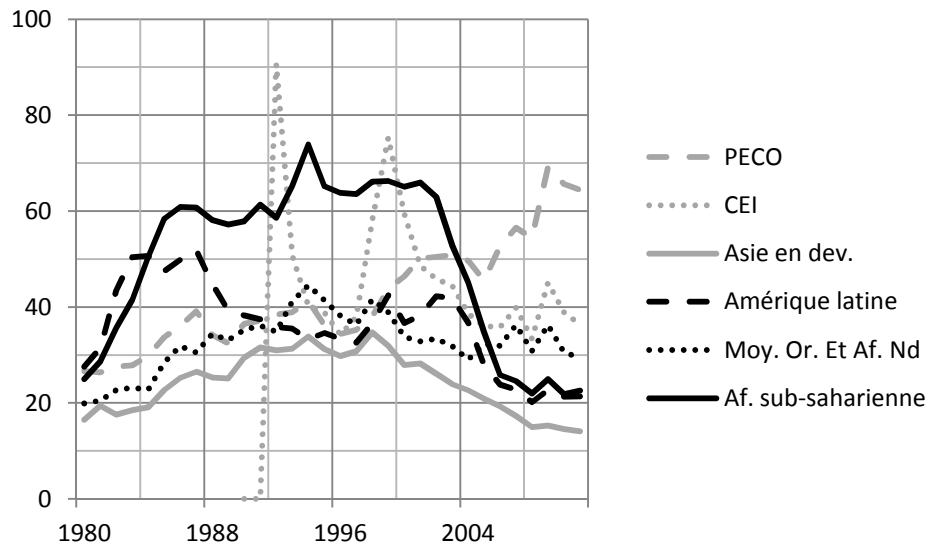
**Graphique 4 Concentration des investissements durables sur les économies avancées
(IDE entrants 1970-2009, en %, données CNUCED)**



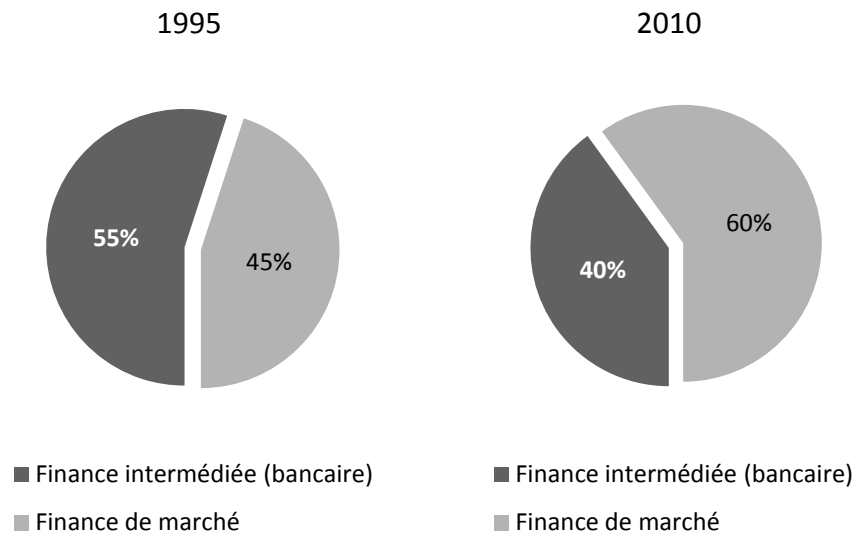
Graphique 5 Au sein du groupe des Pays en Développement et émergents les flux de capitaux sont également concentrés (IDE entrants 1970-2009 en millions d'USD – données CNUCED)



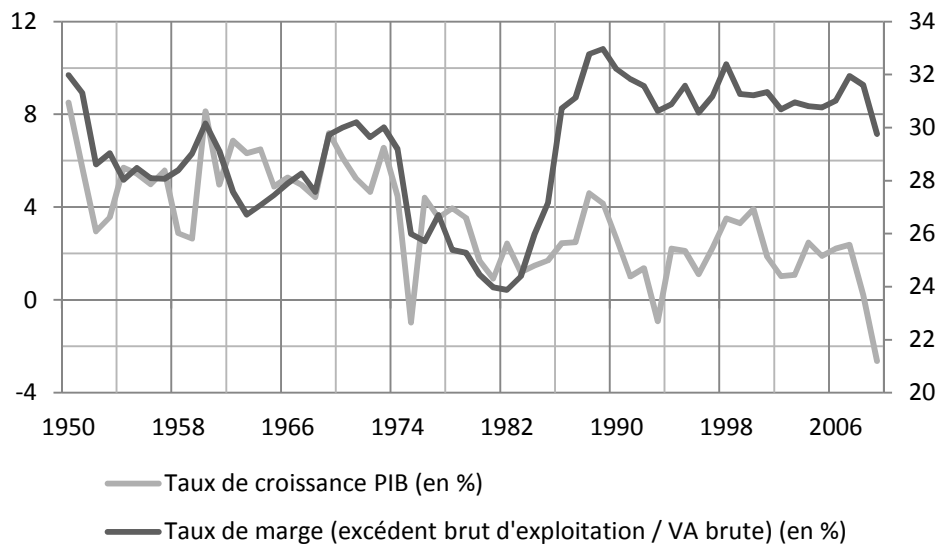
Graphique 6 Un désendettement généralisé au cours des 15 dernières années (Dettes extérieures/PIB par zones, en %, données FMI)



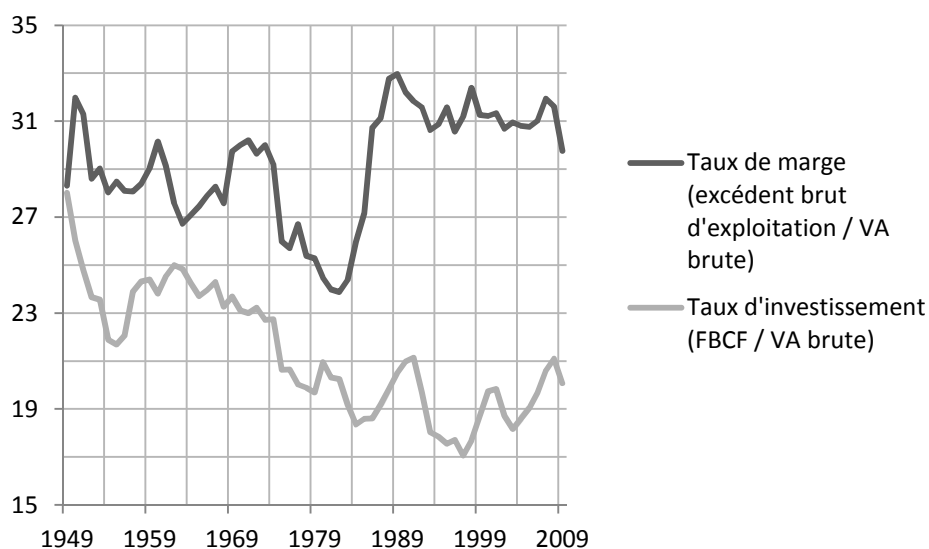
Graphique 7 Part de la finance bancaire et de la finance de marché dans le financement de l'économie française (données Banque de France)



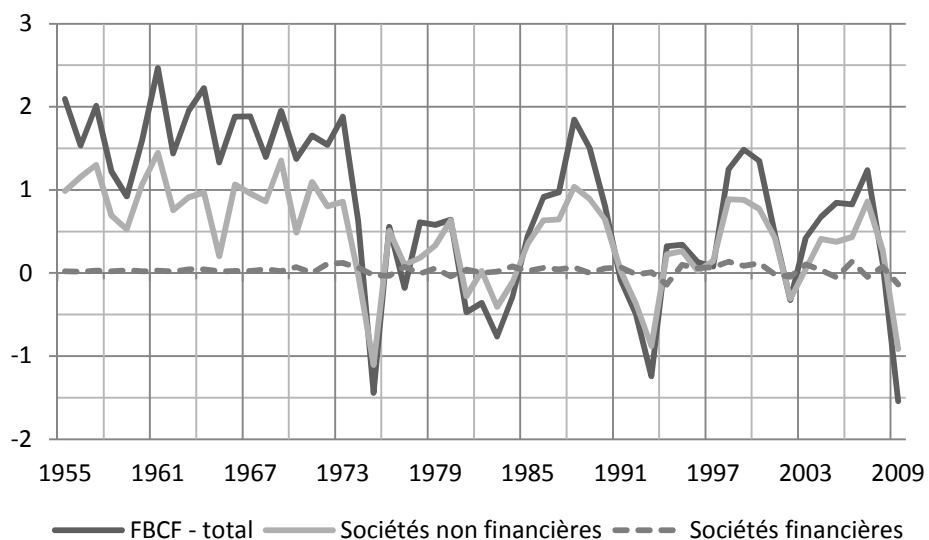
Graphique 8 Taux de marge des entreprises françaises (SNF) et taux de croissance du PIB de 1950 à 2009 (données INSEE)



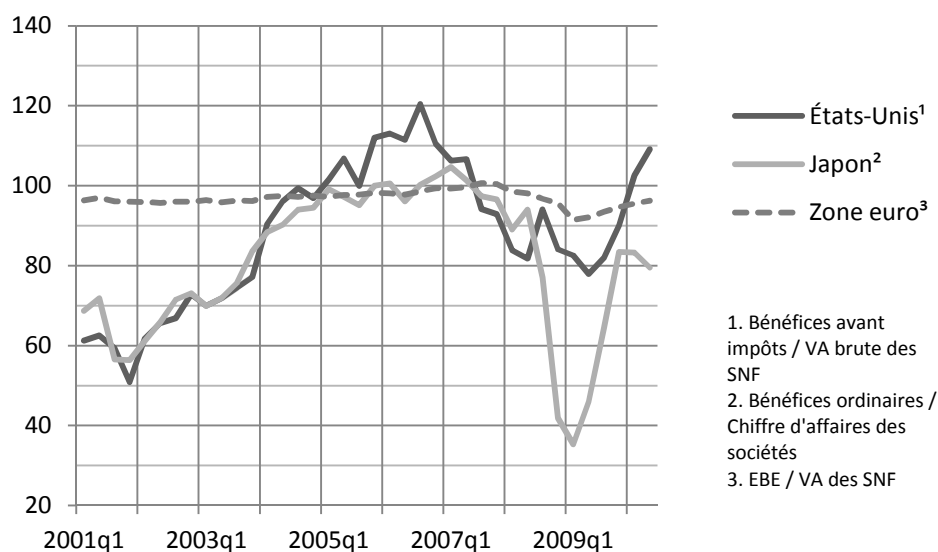
Graphique 9 Taux de marge et taux d'investissement des entreprises françaises (SNF) de 1949 à 2009 (en %, données INSEE)



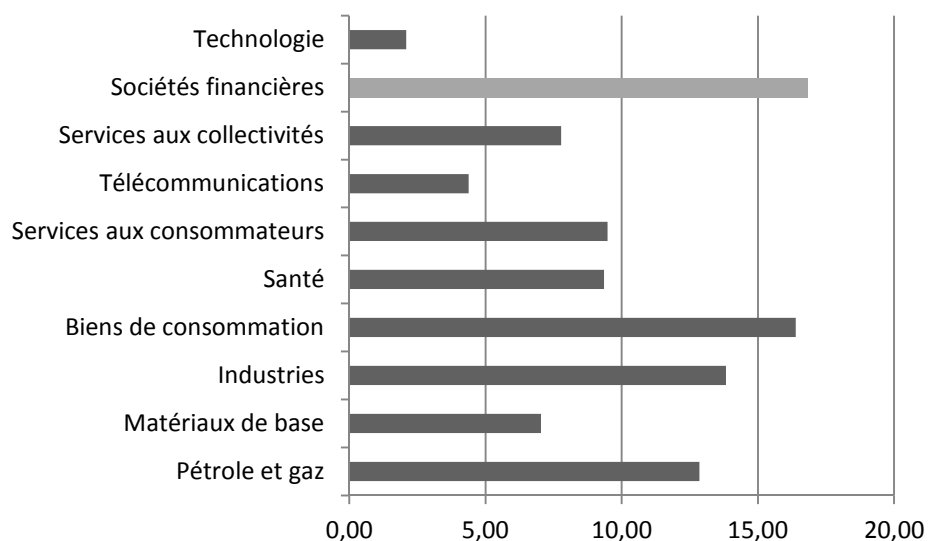
Graphique 10 Contributions à la croissance en France : l'investissement (FBCF totale et contributions des SNF et des SF y.c. EI, de 1955 à 2009, en points de %, données INSEE)



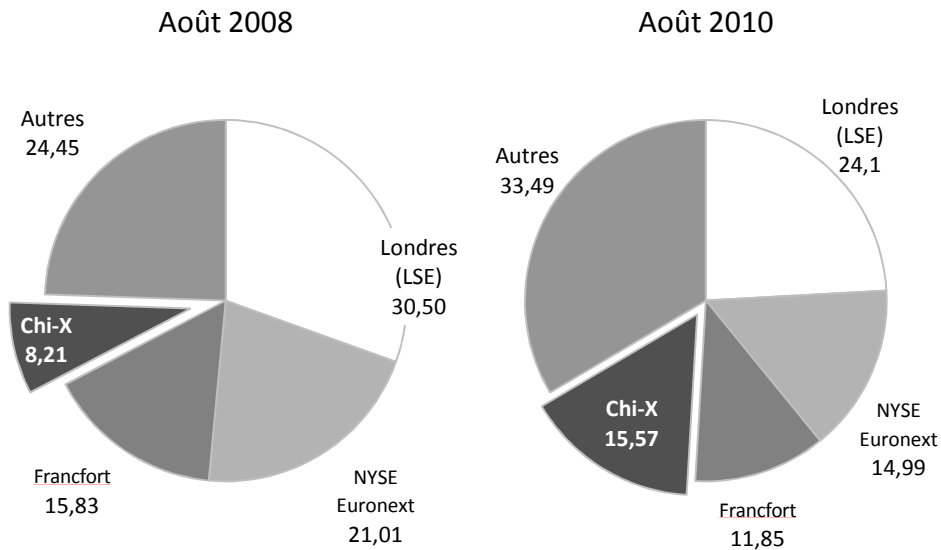
**Graphique 11 Rentabilité des entreprises non financières : le cas particulier de la zone euro
(base 100 en 2005 q1, 2001Q1-2010Q2, données OCDE)**



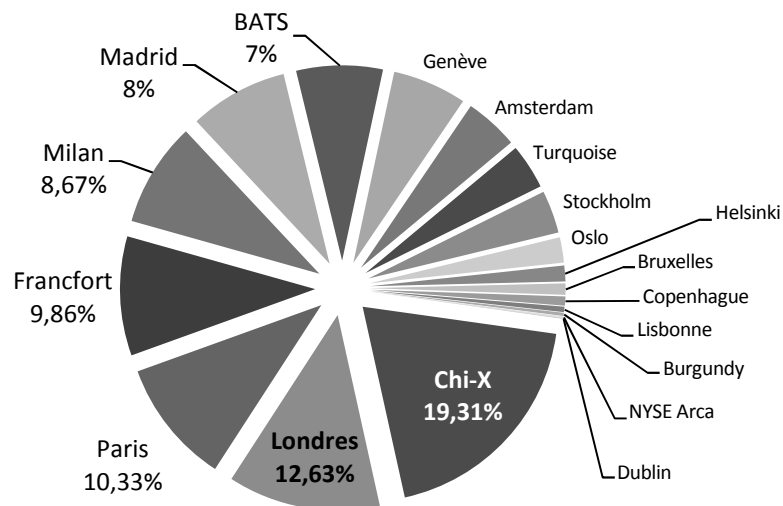
**Graphique 12 Le poids du secteur financier dans les indices boursiers : le cas du CAC40
(poids dans l'indice en % des différents secteurs d'activité au 31/12/2010, données NYSE EURONEXT)**



**Graphique 13 Les transactions sur actions en Europe : opérateurs historiques et « plateformes alternatives »
(parts de marché en %, données Thomson Reuters)**



**Graphique 14 L'éclatement des marchés d'actions européens aujourd'hui
(déc. 2010, parts de marché en %, données Fidessa/fragulator)**



Graphique 15 Les « transactions haute fréquence » sur les marchés européens et des Etats-Unis

