



La mondialisation de la finance

Gerd Häusler

Pendant les vingt dernières années, les marchés de capitaux internationaux sont devenus de plus en plus interconnectés. La mondialisation financière a apporté des avantages considérables aux économies nationales et aux investisseurs et épargnants, mais elle a aussi modifié les structures des marchés, créant de nouveaux risques et défis pour les opérateurs et les décideurs.

LY A TRENTE ANS, un industriel souhaitant construire une nouvelle usine aurait probablement été contraint d'emprunter à une banque de son pays. Aujourd'hui, son choix est bien plus étendu. Il peut chercher dans le monde entier un prêt assorti d'un taux d'intérêt moins élevé et emprunter en monnaie étrangère si les conditions des prêts libellés en monnaie étrangère sont plus intéressantes que celles des prêts en monnaie nationale; il peut émettre des actions ou des obligations sur les marchés financiers intérieurs ou internationaux, et il peut choisir parmi un éventail de produits financiers pour se couvrir contre des risques éventuels. Il peut même vendre des participations à une entreprise étrangère.

En examinant comment la mondialisation financière s'est produite et la forme qu'elle prend, on peut mieux comprendre ses avantages, ainsi que les nouveaux risques et défis qu'elle présente.

Les forces de la mondialisation

Quatre facteurs principaux sont à l'origine de la mondialisation de la finance.

Les progrès des technologies de l'information et de l'informatique ont permis plus facilement aux opérateurs des marchés et aux autorités nationales de rassembler et de traiter les informations dont ils ont besoin pour mesurer, surveiller et gérer le risque financier; d'évaluer et de négocier les nouveaux instru-

ments financiers complexes qui ont été conçus ces dernières années et de gérer les innombrables transactions des places financières internationales en Asie, en Europe et dans l'Hémisphère occidental.

La mondialisation des économies nationales a bien avancé, l'activité économique réelle — production, consommation et investissement physique — se dispersant dans différents pays ou régions. Aujourd'hui, les composantes d'une télévision peuvent être fabriquées dans un pays et assemblées dans un autre, et le produit final est vendu à des consommateurs dans le monde entier. De nouvelles entreprises multinationales ont été créées, chacune produisant et distribuant ses biens et services grâce à des réseaux mondiaux, tandis que les multinationales déjà établies ont élargi leur champ d'action en fusionnant avec des entreprises étrangères ou en les acquérant. Nombre de pays ont réduit les obstacles aux échanges internationaux, et les flux internationaux de biens et de services ont augmenté notablement. Les exportations mondiales de biens et de services, qui atteignaient en moyenne 2,3 milliards de dollars par an pendant la période 1983-92, ont plus que triplé pour atteindre 7,6 milliards de dollars par an en 2001. Cette évolution a stimulé la demande de financement international et, combinée à la libéralisation financière, a favorisé la création d'une réserve de capitaux et de liquidités prêts à passer d'un pays à l'autre.

La libéralisation des marchés financiers et de capitaux nationaux, combinée aux progrès rapides des technologies de l'information et à la mondialisation des économies nationales, a stimulé l'innovation financière et la croissance des flux de capitaux internationaux. La mondialisation de l'intermédiation financière est une réaction en partie à la demande de mécanismes d'intermédiation des flux internationaux et en partie à la baisse des obstacles aux échanges de services financiers et à l'assouplissement des règles régissant l'accès des institutions financières étrangères aux marchés financiers nationaux. Les flux bruts de capitaux internationaux ont atteint 7,5 billions de dollars en 2000, soit quatre fois plus qu'en 1990. Les flux nets de capitaux ont progressé aussi, passant de 500 milliards de dollars en 1990 à près de 1,2 billion de dollars en 2000.

La concurrence entre les fournisseurs de services d'intermédiation s'est intensifiée en raison des progrès technologiques et de la libéralisation financière. Dans nombre de pays, les autorités de réglementation ont modifié les règles régissant l'intermédiation financière pour permettre à un plus large éventail d'institutions de fournir des services financiers, et de nouveaux types d'institutions financières non bancaires, y compris les investisseurs institutionnels, sont apparus. Les banques d'investissement, les maisons de titres, les gestionnaires d'actifs, les fonds communs de placement, les compagnies d'assurances, les sociétés de financement spécialisé et de crédits commerciaux, les fonds d'arbitrage et même les entreprises de télécommunication, de logiciel informatique et de produits alimentaires commencent à fournir des services semblables à ceux offerts traditionnellement par les banques.

Évolution des marchés financiers

Ces forces ont entraîné des changements spectaculaires de la structure des marchés financiers nationaux et internationaux.

Premièrement, les systèmes bancaires des principaux pays sont passés par un processus de désintermédiation, c'est-à-dire qu'une plus grande partie de l'intermédiation financière s'effectue aujourd'hui par le biais de valeurs mobilières négociables (et non par des prêts et dépôts bancaires). Les entités financières et non financières, ainsi que les épargnants et les investisseurs, ont joué des rôles essentiels dans cette transformation et ont tiré parti de celle-ci. Les banques font de plus en plus passer les risques financiers (en particulier les risques de crédit) de leur bilan vers les marchés de valeurs mobilières — par exemple, en regroupant des actifs et en les convertissant en valeurs mobilières négociables ou en effectuant des swaps de taux d'intérêt et autres opérations sur dérivés — en réaction à des incitations réglementaires, telles que les normes de fonds propres, et à des incitations internes pour améliorer le rendement corrigé du risque de l'investissement des actionnaires et être plus compétitives. Les entreprises et les pouvoirs publics recourent aussi davantage aux marchés financiers nationaux et internationaux pour financer leurs activités. Enfin, un groupe croissant et plus varié d'investisseurs sont prêts à détenir divers risques de crédit et autres risques financiers, car les améliorations des technologies de l'information ont rendu ces risques plus faciles à surveiller, à analyser et à gérer.

Deuxièmement, l'activité financière internationale a augmenté. Les investisseurs, y compris les investisseurs institutionnels qui gèrent une part croissante du patrimoine financier

mondial, cherchent à accroître leur rendement corrigé du risque par une diversification internationale de leur portefeuille et dénichent les meilleures opportunités d'investissement dans un éventail plus large de secteurs d'activité, de pays et de monnaies. Au niveau de l'activité de gros, les marchés financiers nationaux sont de plus en plus intégrés dans un système financier mondial unique. Les principales places financières offrent aujourd'hui leurs services aux emprunteurs et aux investisseurs du monde entier, et des emprunteurs souverains se trouvant à divers stades de développement économique et financier peuvent lever des capitaux sur les marchés internationaux. Les entreprises multinationales peuvent s'adresser à divers marchés financiers nationaux et internationaux pour financer leurs activités et leurs fusions et acquisitions internationales, tandis que les intermédiaires financiers peuvent lever des fonds et gérer leurs risques plus souples sur les principales places financières internationales.

Troisièmement, sur les marchés nationaux et internationaux, les institutions financières non bancaires entrent en concurrence, parfois agressivement, avec les banques pour collecter l'épargne des ménages et financer les entreprises, poussant à la baisse les prix des instruments financiers. Elles recueillent une part croissante de l'épargne, les ménages délaissant les dépôts bancaires pour se tourner vers des instruments à rendement supérieur — tels que les fonds communs de placement — émis par des institutions qui sont mieux en mesure de diversifier leurs risques, de réduire la charge fiscale et de tirer parti d'économies d'échelle; ces institutions se sont développées de manière spectaculaire en taille et en complexité.

Quatrièmement, les banques ont étendu leur champ d'action au-delà de leurs activités traditionnelles de collecte des dépôts et d'octroi de prêts. Les pays ont assoupli leur réglementation pour permettre aux banques commerciales de s'engager dans le placement, la gestion d'actifs et même l'assurance, et ainsi de diversifier leurs sources de revenus et leurs risques. L'approfondissement et la diversification des marchés financiers ont créé une autre source d'activité pour les banques — le placement d'obligations et d'actions d'entreprises — ainsi qu'une nouvelle source de financement : de plus en plus, les banques se tournent vers les marchés financiers afin de lever des fonds pour leurs propres activités d'investissement et vers les marchés de dérivés de gré à gré — des marchés décentralisés (par opposition aux bourses organisées) où des produits dérivés tels que des swaps de devises ou de taux d'intérêt sont négociés à titre privé, généralement entre deux parties — pour gérer leurs risques et faciliter l'intermédiation.

Les banques ont été forcées de trouver de nouvelles sources de revenus, notamment de nouveaux moyens d'acheminer les capitaux et des activités générant des commissions, car la concurrence accrue des intermédiaires financiers non bancaires a fait tomber les marges bénéficiaires sur leurs activités traditionnelles — prêts aux entreprises financés par des dépôts à faible coût — à des niveaux extrêmement bas, surtout en Europe continentale, où il n'y a guère eu de fusion des institutions financières. Ailleurs, en particulier en Amérique du Nord et au Royaume-Uni, les banques fusionnent avec d'autres banques, ainsi qu'avec des maisons de titres et des compagnies d'assurances, en vue d'exploiter les économies d'échelle, de rester compétitives et d'accroître leur part de marché.

Avantages et risques

Globalement, le changement radical de la nature des marchés financiers a présenté des avantages sans précédent. Mais il a aussi modifié la dynamique des marchés d'une manière qui n'est pas encore bien comprise.

L'un des principaux avantages de la plus grande diversité des sources de financement est de réduire le risque d'une pénurie de crédit. Lorsque les banques de leur propre pays sont en difficulté, les emprunteurs peuvent aujourd'hui lever des fonds en émettant des actions ou des obligations sur les marchés nationaux de valeurs mobilières ou en se tournant vers les marchés financiers internationaux. La titrisation rend l'évaluation du coût et l'affectation du capital plus efficaces, parce que les variations des risques financiers apparaissent beaucoup plus vite dans les prix des actifs et les flux de capitaux que dans les bilans des banques. L'inconvénient, c'est que les marchés sont devenus plus volatils, et cette volatilité pourrait menacer la stabilité financière. Par exemple, les marchés de dérivés de gré à gré, qui représentaient en juin 2001 près de 100 billions de dollars en principal notionnel et 3 billions de dollars en risques-crédits hors bilan, peuvent être imprévisibles et parfois turbulents. En conséquence, pour préserver la stabilité financière, il faut mieux comprendre comment la mondialisation de la finance a modifié l'équilibre des risques sur les marchés financiers internationaux et assurer que les pratiques de gestion du risque dans le secteur privé prémunissent contre ces risques.

Un autre avantage de la mondialisation financière est que les emprunteurs et les investisseurs peuvent obtenir de meilleures conditions de financement, puisqu'ils ont un plus grand choix. Les entreprises peuvent financer leurs investissements physiques à meilleur prix, et les investisseurs peuvent plus facilement diversifier leur portefeuille à l'échelle internationale et adapter le risque de portefeuille selon leurs préférences. Cela encourage l'investissement et l'épargne et, partant, l'activité économique réelle, la croissance et le bien-être. Cependant, il se peut que les prix des actifs ne correspondent plus aux données fondamentales de l'économie pendant les phases d'expansion et de récession, d'où une volatilité excessive et une distorsion de l'affectation des capitaux. Par exemple, les prix immobiliers en Asie sont montés en flèche, puis se sont effondrés avant les crises de 1997-98, de nombreuses banques se retrouvant avec des prêts improductifs garantis par des actifs qui avaient perdu une bonne partie de leur valeur. En outre, si le risque financier est négocié régulièrement par les institutions, les investisseurs et les pays, il devient plus difficile d'identifier les faiblesses potentielles ou d'évaluer l'ampleur du risque. Une plus grande transparence des données fondamentales de l'économie et des marchés de capitaux ainsi qu'une meilleure compréhension du pourquoi des flambées et des effondrements des marchés d'actifs peuvent aider les marchés à mieux gérer ces risques.

Enfin, les banques et les entreprises solvables des pays à marché émergent peuvent réduire le coût de leurs crédits maintenant qu'elles peuvent accéder à une plus large réserve de ca-



Gerd Häusler, Conseiller et Directeur du Département des marchés de capitaux internationaux du FMI.

pitaux et s'adresser à un groupe plus varié et plus compétitif de créanciers. Cependant, comme nous l'avons vu pendant la crise mexicaine de 1994-95 et les crises asiatique et russe de 1997-98, les risques peuvent être considérables, avec notamment de brusques retournements des flux de capitaux et la contagion internationale. (Bien que l'ampleur de la contagion semble avoir diminué — pour des raisons qui ne sont pas encore très claires — depuis les crises de 1997-98, le risque de contagion ne peut être écarté.) Les pays à marché émergent dont les banques sont en mauvaise santé ou sont insuffisamment réglementées sont particulièrement vulnérables, mais ces crises peuvent menacer aussi la stabilité du système financier international.

Préserver la stabilité financière

Les crises des années 90 soulignent la nécessité d'une gestion prudente de la dette souveraine, d'une libéralisation bien échelonnée des mouvements de capitaux, ainsi que d'une bonne réglementation et d'un renforcement des systèmes financiers intérieurs, pour assurer la stabilité des marchés de capitaux nationaux et internationaux.

Les institutions financières privées et les opérateurs des marchés peuvent contribuer à la stabilité financière en gérant bien leurs activités et leurs risques financiers et en évitant de prendre des risques excessifs — ils peuvent notamment faire bon usage des incitations des marchés et des mécanismes de gestion, par exemple en maximisant la valeur pour les actionnaires et en maintenant des relations appropriées avec leurs contreparties sur les marchés. En fait, les premières lignes de défense contre les problèmes financiers et les risques systémiques sont des institutions financières solides, des marchés de capitaux efficaces et une discipline de marché efficace.

Mais, comme la stabilité financière est aussi un bien public mondial, les autorités nationales de contrôle et de réglementation doivent aussi jouer un rôle. En fait, ce rôle devient de plus en plus international — par exemple, un renforcement de la coordination et du partage d'informations entre les pays et les secteurs d'activité (banques, assurances, valeurs mobilières) devrait permettre d'identifier les problèmes financiers avant qu'ils ne deviennent systémiques.

Le FMI lui-même a un rôle important à jouer. Dans le cadre de sa mission de surveillance, il a lancé plusieurs initiatives pour contribuer davantage à la stabilité financière internationale : identifier et surveiller les faiblesses et les vulnérabilités des marchés de capitaux internationaux; mettre en place des systèmes d'alerte avancée pour détecter les déséquilibres des marchés de capitaux internationaux; étudier la nature et les origines des crises financières internationales et les canaux de contagion; et chercher des moyens de contenir et de résoudre les crises rapidement et sans heurt, par exemple en impliquant le secteur privé. **FMI**

Je souhaiterais remercier mes collègues du Département des marchés de capitaux internationaux, en particulier de la Division de la stabilité des marchés de capitaux, qui m'ont aidé à préparer le présent article.