

La globalisation financière, force de convergence ?

Rémy WEBER
CIC – Lyonnaise de Banque

Associer, aujourd'hui, le terme de globalisation à celui de finance peut sembler trivial tant les dernières années, et plus encore les derniers mois, nous ont apporté d'exemples mettant en scène des acteurs d'un capitalisme décidément très international et décomplexé.

Les frontières ne sont plus une contrainte comme le prouvent les annonces quasiment quotidiennes d'opérations de rachat ou de rapprochement qui touchent tous les secteurs ou presque, qui concernent à la fois les économies développées et les pays émergents et émanent bien souvent d'opérateurs dont les objectifs sont plus financiers qu'industriels. Car force est de constater que le spéculateur l'emporte désormais sur le manager, le financier sur le producteur et le global sur le local.

Dans quelle mesure faut-il voir dans cette globalisation financière une force de convergence ?

Je vais tenter de répondre à cette question, certes à travers l'expérience d'un banquier de terrain mais en tentant de placer cette problématique dans une perspective plus large et, pour ce faire, il me semble important de commencer par évoquer une notion qui, à mon sens, est au cœur du développement récent de la sphère financière, j'ai nommé l'épargne.

1. L'importance de l'épargne

Dans la trousse à outils du capitalisme financier, deux instruments ont joué et jouent encore un rôle important : *la MONNAIE et le CREDIT*. Mais aujourd'hui, l'essor du capitalisme moderne s'appuie de plus en plus sur un troisième instrument : *L'EPARGNE*.

L'épargne dont le développement exponentiel coïncide avec celui de l'espérance de vie devient peu à peu l'outil essentiel du capitalisme.

Le système financier s'est profondément transformé sous l'effet des différentes évolutions, qu'elles soient scientifiques, sociologiques ou idéologiques.

De surcroît, les années 80 et 90 ont balayé une partie de l'appréhension qui existait à l'égard « des placements financiers » éventuellement peu liquides et peu compréhensibles.

L'organisation et la plus grande transparence des marchés financiers et des intermédiaires - et, bien sûr, les fortes plus values qui ont été dégagées - ont joué un rôle important et favorisé, de mon point de vue, un déplacement de l'épargne tangible vers l'épargne financière désormais considérée comme une alternative crédible une fois que les besoins essentiels (une ou deux maisons, une ou deux voitures, etc...) sont couverts.

Alternative crédible non seulement pour faire travailler, pendant une brève période de temps, un excédent de liquidité mais aussi pour constituer sur le long terme, un *capital*.

En se transformant, le périmètre de référence de l'industrie financière a été singulièrement modifié. L'épargne financière mondiale qui représentait environ une fois le PIB de la planète en 1980, pèse désormais près de trois fois le PIB actuel et cette progression

impressionnante n'est pas près de s'arrêter si l'on en juge par la quantité des épargnants à venir dans les pays émergents.

Les estimations les plus récentes montrent que la masse des actifs financiers mondial s'élève à environ 150 000 milliards de \$ dont près d'un tiers en actions, un quart en dettes privées, une vingtaine de milliers de milliards de dollars en dettes publiques et le solde, soit un peu plus de quarante mille milliards de dollars en dépôts bancaires.

Ce dernier chiffre est tout à fait intéressant dans la mesure où son évolution ne doit pas manquer d'interpeller le banquier « traditionnel » que je représente. Il montre que les dépôts bancaires sont en perte de vitesse puisqu'ils représentent aujourd'hui un peu plus de 25% des actifs financiers contre plus de 40% il y a vingt cinq ans.

Ce qui tend à prouver que le secteur financier est désormais une industrie dominée par les transactions car les marchés de capitaux se sont en partie substitués au système bancaire traditionnel en tant qu'intermédiaire entre emprunteurs et prêteurs.

Ce qui explique naturellement l'évolution du « *modèle bancaire* » qui s'éloigne petit à petit de son assise traditionnelle, c'est-à-dire une relation commerciale stable et de long terme avec des entreprises emprunteuses et des particuliers déposants, pour aller vers la banque d'investissement dont les succès et les développements n'ont cessé de croître dans les deux dernières décennies.

Néanmoins, quand je vois l'importance d'un partenariat financier à long terme pour accompagner le développement des PME familiales, je ne me fais pas de souci pour le modèle que je représente.

2. Les nouvelles techniques et les nouveaux acteurs favorisent la convergence

-> Croissance exponentielle des marchés d'option et de dérivés.

L'intermédiation du risque - c'est-à-dire la capacité à mettre en regard une offre et une demande complémentaires à ce titre - est devenu l'un des secteurs de la finance dans lequel la croissance, les profits et les salaires ont été les plus significatifs.

Quelques chiffres pour illustrer ce propos : en 1990, les encours de swaps et d'options sur devises et taux se montaient à moins de 4000 milliards de dollars ; ils s'élèvent aujourd'hui à près de 300 000 milliards de dollars, soit une croissance moyenne de l'ordre de 31% l'an et ce, depuis seize ans. Par ailleurs, l'utilité de ces instruments dérivés qui semblait, il y a encore quelques années, cantonnée aux seuls sous-jacents purement financiers (de type actions, taux ou change) s'étend maintenant à de nombreux autres domaines : matières premières, énergie et depuis peu, pollution etc... Seule la sphère immobilière est pour l'instant « épargnée », mais il n'est pas évident que cela dure.

On comprendra aisément que ce métier d'intermédiaire du risque, contrairement à celui plus traditionnel de prêteur, est infiniment plus complexe et, partant, a largement échappé aux autorités de régulations, qu'elles soient nationales ou internationales, qui sont restées un peu archaïques dans leur approche en continuant à réguler (plus ou moins selon les pays) les seules pratiques bancaires traditionnelles. Il est évident que la loi du marché a joué dans ce processus.

-> Incapacité des autorités de marché à réguler cette croissance dans un premier temps

Cette plus grande liberté de manœuvre a également – on pourrait dire surtout – profité à une nouvelle classe d'acteurs, les hedge funds et les fonds de private equity, dont le développement a été également exponentiel depuis une quinzaine d'années. On recense aujourd'hui près de 10 000 hedge funds sur la planète qui gèrent collectivement un peu moins de 2000 Mds de \$, ce qui peut sembler faible au regard des 150 000 Mds de \$ d'instruments financiers ; leur vraie force de frappe est toutefois bien supérieure parce qu'ils ont d'une part recours à un effet de levier important et parce qu'ils sont d'autre part beaucoup plus actifs et diversifiés que les mutual funds classiques qui se contentent de « porter » des actifs financiers.

Plus récemment, ils ont contribué, avec leurs collègues du Private Equity, à une plus grande dérégulation du marché de la dette. Ce faisant, ils ont joué un rôle important dans l'accélération du processus de fusions acquisitions qui s'est produite depuis quelques années.

Ce marché qui, il y a une dizaine d'années, s'élevait à un peu moins de 1000 Mds de dollars par an a atteint, en 2006, près de 4000 Mds de \$ répartis sur plus de 33 000 opérations largement financées par endettement.

-> croissance exponentielle également des hedge funds et fonds de Private Equity

Ces acteurs se rapprochent ainsi un peu plus d'un nouveau modèle de « financier global », puisqu'ils ajoutent, à leur rôle traditionnel de spéculateur et d'arbitrageur, celui d'intermédiaire de crédit.

Le prêteur que je suis est parfois effaré par les montages qu'il voit. En effet, deux « économies » cohabitent à ce jour :

- Au-dessus de 20 à 25 M€ d'Ebitda des entreprises cibles, on constate que les modèles de LBO s'affranchissent (dangereusement) des cash flow de remboursement futurs.

On est typiquement sur un modèle mondial (fonds CDOs collateralized Debt Obligations) où la dette (majoritairement in fine) est structurée pour ne pas aller à l'échéance (économie d'intermédiation provoquant la rotation avant terme).

- En-dessous de 20 M€ d'Ebitda, on demeure a contrario solidement ancré sur un modèle classique, basé sur l'appréciation des cash flows.

On rejoint la notion de « preneur de risque » de proximité, analysant et décidant en fonction des « données micro ».

Il me faut enfin signaler l'apparition d'une nouvelle forme de capitalisme financier que l'on pourrait appeler le *capitalisme étatique* et qui concerne principalement les pays émergents et/ou producteurs de matières premières qui vont être certainement tentés d'utiliser leurs vastes réserves en devises pour acheter des actifs un peu partout dans le monde y compris, bien sûr, dans nos pays développés.

-> Emergence des vellétés d'investissements expansionnistes du capitalisme d'état des pays émergents. Craintes chez les pays « d'accueil »...

Le concept qui consiste à utiliser des réserves officielles dans une logique « privée » n'est pas totalement nouveau : le Koweït et l'Etat de Singapour pour ne citer qu'eux l'utilisent depuis maintenant près de vingt ans avec, dans un cas comme dans l'autre, un large succès. Mais il semble appelé à un développement beaucoup plus important tant le nombre de pays et le montant des réserves en jeu a augmenté, notamment depuis le début des

années 2000. L'exemple de la Chine vient naturellement à l'esprit avec la décision récente de créer un fonds d'investissement stratégique doté de 200 à 300 Mds de \$ mais cet exemple pourrait être suivi par d'autres, que ce soit la Russie, la Corée du Sud, Taiwan ou même, pourquoi pas, le Japon. Le problème qui ne manquera pas de se poser concerne l'attitude des pays dans lesquels ces dollars chercheront à se placer. Compte tenu de l'ampleur des capitaux en question (les réserves des banques centrales asiatiques se montent à plus de 3000 Mds de \$ et celles des producteurs d'énergie à près de 2000 Mds de \$), il est probable que cela suscite à la fois de fortes convoitises et certaines résistances. Fortes convoitises dans les grands centres financiers de la planète (notamment Londres) qui vont tenter de se positionner comme intermédiaires obligés pour le déploiement de ces capitaux mais également réticences lorsque ces pays chercheront à acheter des actifs en direct.

Il suffit, pour se convaincre de ce dernier point, de rappeler les épisodes récents concernant la tentative de rachat de Unocal par la société chinoise CNOOC ou celle des ports américains par l'autorité de Dubai. Imaginons ainsi ce qui se passerait si un fonds d'investissement russe était en mesure d'exercer une influence déterminante lors d'une bataille boursière sur un géant bancaire européen...

Il est bien évident que dans ce mouvement de maelström dans lequel la finance mondiale évolue aujourd'hui, un élément joue un rôle crucial, je veux parler de la capacité qu'ont les preneurs de risque (qu'ils s'agissent des banquiers ou des fonds) à analyser les données micro économiques. Le rôle des normes comptables et leur rapprochement au niveau international mérite à cet égard mon attention.

Car depuis deux ans, une révolution s'est lentement mise en marche, sans doute comparable à celle provoquée par il y a plus d'un demi millénaire par Lucia Paoli lorsqu'il mis en œuvre la comptabilité en partie double. Il s'agit de l'introduction des normes IFRS (pour International Financial Reporting Standard).

A ce jour, plus de cent pays ont abandonné soit totalement soit partiellement leurs normes comptables nationales en faveur de l'IFRS et de nombreux autres devraient les suivre dans le futur. Ces changements ne concernent pas seulement des considérations techniques mais recouvrent une véritable transformation culturelle : ils devraient permettre non seulement une meilleure comparaison de la valeur des actifs entre les différents pays mais également forcer à plus de transparence et de fiabilité.

Ce dernier point est probablement le plus significatif car dans de nombreux pays émergents le faible niveau de développement des marchés de capitaux a eu comme corollaire une quasi inexistence de publication comptable sérieuse. Il faut notamment mentionner le fait que les normes IFRS prennent progressivement en compte les instruments financiers qui, auparavant, n'apparaissaient pas dans un certain nombre de comptabilités. De surcroît, ces normes ne devraient plus seulement s'imposer dans le monde de l'entreprise privée mais elles pourraient concerner également les sociétés publiques.

-> Pour autant, la convergence grâce aux IFRS n'est pas la solution à tous les maux.

L'hypothèse d'une normalisation effective et efficace des systèmes comptables sur le plan international n'est pas acquise, ou du moins elle n'est pas jugée telle par les principaux responsables des grands cabinets d'audit internationaux.

Même sur un plan local – le marché américain par exemple – il semble que les difficultés restent nombreuses au sein de la profession qui peine à trouver, former et conserver des auditeurs en nombre suffisants.

Un autre élément retient mon attention qui n'est pas ou pas encore suffisamment pris en considération, ce me semble. Et il concerne justement la partie banque d'investissement dont j'ai parlé tout à l'heure. Car le principe de la comptabilité en parties doubles semble bien peu adapté pour accueillir les profits (ou les pertes) qui émanent de l'utilisation de ces nouveaux instruments.

Et mon intuition me dit que dans les dernières années, les profits qui ont été comptabilisés au titre de certaines opérations sont peut-être beaucoup plus aléatoires que ce que les chiffres veulent bien dire.

La multiplication des contrats, des clauses spéciales qui a été associée au développement époustoufflant de cette industrie laisse présager quelques déconvenues qui sont assez habituelles dans des phases de croissance aussi fortes.

3. La globalisation financière favorisera-t-elle durablement la convergence des capitalismes ?

Au regard de ce qui vient d'être exposé, il me semble relativement clair que la globalisation financière joue un rôle important dans la convergence des capitalismes. Ce rôle n'est pas récent car il résulte d'un processus historique qui n'a fait que *s'accélérer* récemment. Le facteur d'accélération s'appelle très certainement le développement de l'épargne car c'est ce développement qui, dans un premier temps, a forcé l'ouverture de systèmes bancaires nationaux habitués à une prise de risque directe vers des modèles plus internationaux et plus tournés vers l'intermédiation du risque. C'est également le facteur épargne qui favorise depuis quelques années l'apparition de nouveaux acteurs, singulièrement décomplexés et dynamiques, faiblement régulés et dont les ambitions et les modes opératoires sont véritablement globaux.

-> L'augmentation de l'épargne a été le déclencheur en poussant à la globalisation.

Au-delà, nous voyons bien que ce nouveau capitalisme financier consacre le pouvoir du « trader » sur le propriétaire de long terme et celui de l'actionnaire sur le manager. C'est une tendance que l'on observe naturellement chez les gestionnaires de ces nouveaux fonds, qu'on les appelle hedge funds ou private equity, mais qui se fait sentir également dans le système bancaire qui se spécialise de plus en plus dans le trading d'actifs.

Dans ce sens, le modèle de banque industrie japonais ou allemand de l'après guerre, modèle qui favorisait des interconnexions nombreuses et durables entre le monde de la finance et celui de l'entreprise est en train de disparaître car il ne semble plus répondre aux exigences des épargnants d'aujourd'hui et de ceux qui les représentent, exigences qui sont de plus en plus tournées vers le profit financier à court terme.

-> La désincarnation de l'actionariat via les fonds de Private Equity favorise la revendication brutale de la maximisation du profit à court terme

Cette exigence d'un profit à court terme, parfois déconnecté des réalités économiques et sociales locales, est également favorisée par la diversité de l'actionariat. Il est en effet beaucoup plus simple pour un actionnaire étranger d'une société de revendiquer l'ensemble de ses droits de propriétaire, et notamment celui qu'il estime être le premier d'entre eux – la

maximisation du profit sans autres considérations – si il n'a pas à rendre compte de cette exigence dans son propre environnement social et politique.

Pour mettre en œuvre cette exigence, les responsables d'entreprise peuvent généralement choisir entre deux recettes : *augmenter les ventes* ou *réduire les coûts*. Il n'est pas étonnant que la seconde, nettement plus rapide dans ses effets, soit largement plébiscitée.

Or, nos entreprises ont aussi besoin de projets à long terme et de partenariats financiers stables pour créer de la richesse pérenne.

C'est en tout cas dans cette logique que se situe la Banque de Vizille, filiale du Groupe CIC, qui intervient sur des problématiques de financement de la croissance, d'investissements productifs, de capital-risque, de sécurisation ou de reclassement de noyaux durs actionnariaux, d'accompagnement sur les marchés boursiers pour pérenniser le développement... en relation avec les hommes et les femmes qui managent ! (économie de proximité par opposition à l'économie d'intermédiation évoquée plus haut).