

# La globalisation financière en question<sup>1</sup>

Anton Brender et Florence Pisani

Après la conflagration de l'automne 2008, l'apport de la globalisation financière peut légitimement être mis en question. Si le prix de quelques années de développement accéléré des régions émergentes est un ralentissement dramatique de l'économie mondiale, le jeu en vaut-il la chandelle ? Simpliste, cette analyse « avantage / coût » n'en résume pas moins assez bien le bilan des années 2000. Faut-il pour autant remettre en cause la libéralisation des mouvements de capitaux et tenter de faire revenir la finance dans le seul bilan des banques ? Il ne nous semble pas. La crise de la finance globalisée est due moins à la globalisation elle-même qu'aux politiques publiques qui l'ont – ou plus précisément *ne l'ont pas* – accompagnée. L'idéologie des promoteurs de la globalisation a fait oublier que la finance laissée à elle-même mène régulièrement au désastre. La dernière catastrophe n'a fait que le confirmer. Compter, comme l'ont fait en particulier les autorités américaines, sur la « discipline de marché » pour assurer la stabilité financière est un leurre : la qualité des règles prudentielles imposées et la vigilance avec laquelle on s'assure de leur respect sont essentielles. Mais contrairement à une idée reçue, la nécessité d'une intervention publique ne se limite pas à la seule régulation des activités financières : elle s'étend aussi à la définition des frontières et de l'architecture du système globalisé. Ce dernier ne peut, sans danger, se réduire à une juxtaposition de systèmes nationaux hétéroclites. Un développement suffisant, dans chaque économie, d'infrastructures de financement et de prise de risque, la mise en place d'agences publiques pouvant décharger les agents privés de certains des risques qu'ils ne peuvent raisonnablement prendre sont nécessaires pour permettre à l'épargne de circuler sans trop de heurts dans l'économie mondiale. La coopération internationale appelée par la globalisation financière ne s'arrête d'ailleurs pas à la mise en place d'une « tuyauterie » plus complète et plus solide. Elle s'étend aussi aux politiques qui, en influençant la formation de l'épargne et les décisions d'investissement, règlent la « pression » de ce qui y circule. Quels que soient les efforts faits pour consolider les infrastructures de la finance globalisée, leur capacité à faire circuler l'épargne mondiale restera en effet limitée et les Etats doivent accepter la contrainte que cette limite impose à leurs politiques. La crise financière de la fin des années 2000 tient en effet aussi à la volonté de nombre d'entre eux de l'ignorer et de faire comme si la globalisation ne faisait qu'élargir leurs marges de manœuvre, sans jamais rien exiger d'eux en échange.

Ce dernier chapitre voudrait tirer les leçons de cette crise et montrer comment la globalisation financière peut être remise au service de la croissance mondiale. On se placera successivement aux trois niveaux évoqués : les régulations micro-économiques, l'architecture du système financier et la surveillance macro-économique.

## 1. Les régulations micro-économiques

La crise de la fin des années 2000 marque la faillite d'une conception de la régulation financière dont A. Greenspan a été le représentant le plus notoire [Greenspan, 2007]. Pour ses tenants, l'intervention du régulateur public doit rester la plus légère possible et pratiquement

---

<sup>1</sup> Ce texte est le dernier chapitre d'un Repères à paraître début avril 2009 sous le titre *La crise de la finance globalisée*, par A. Brender et F. Pisani.

se limiter à encadrer les comportements des seules institutions de dépôts (la monnaie qu'elles « produisent » étant un bien public). Certes, une régulation légère conduira régulièrement à des accidents. Mais peu à peu, si on la laisse faire, la finance apprendra à s'auto-réguler. Dans cette conception ultra-libérale, la stabilité financière repose, pour l'essentiel, sur le libre jeu des intérêts privés et non sur des interventions publiques. Un postulat lui est sous-jacent : les agents privés ont un comportement rationnel et mobilisent, avec une attention constante, les informations que le passé met à leur disposition. Le naufrage du *subprime* a montré, une fois encore, combien ce postulat est démenti par les faits. Poussées par leur intérêt, les contreparties privées d'un opérateur financier devraient normalement le surveiller mieux qu'une autorité publique. Pour qu'il en aille ainsi, nombre de conditions doivent toutefois être réunies qui le sont rarement ; en outre, la vigilance de ces contreparties ne doit pas être endormie par l'appât du gain. La facilité avec laquelle se sont vendus les titres adossés à des prêts immobiliers qui n'auraient jamais dû être accordés vient de le rappeler avec force. Et le profond désarroi de l'ancien président de la Réserve fédérale appelé à témoigner devant le Congrès à l'automne 2008 a été, sur ce point, édifiant<sup>2</sup>. Les autorités publiques doivent en tirer les leçons, sans pour autant priver l'économie du bénéfice des innovations financières : pouvoir transférer plus facilement des risques et des financements reste un atout pour la croissance et il serait dommage que la crise survenue conduise, par exemple, à condamner la titrisation. Le problème que la surveillance privée n'a pu résoudre, peut l'être par une norme dont le respect est garanti par une autorité publique. Tel est déjà le cas des *Pfandbriefe* allemands comme d'ailleurs des prêts hypothécaires *prime* distribués aux Etats-Unis. Les agences *Fannie Mae* et *Freddie Mac* ont depuis longtemps « normalisé » la qualité des prêts qu'elles achètent pour les titriser. Un prêt *prime* satisfait, par définition, à des exigences précises : son montant ne doit pas dépasser une part donnée de la valeur de l'acquisition financée, le revenu de l'emprunteur doit être prouvé et dans un rapport donné avec sa charge d'endettement... Seuls les prêts satisfaisants à des normes précises doivent pouvoir être vendus par une banque. Ceci ne conduit d'ailleurs pas à interdire les prêts « hors-normes », seulement à forcer ceux qui les accordent à les garder à leur bilan. Le respect de normes ne garantit bien sûr pas le remboursement des prêts accordés, mais il rend leurs risques plus faciles à apprécier.

La masse d'information à traiter pour parvenir à une appréciation correcte du risque des créances ainsi titrisées, et éventuellement « structurées », n'en a pas moins toutes chances de dépasser les capacités d'analyse de beaucoup d'investisseurs. Ces derniers continueront donc largement de faire reposer leurs décisions sur les notes données par des agences spécialisées. Surveiller la qualité des informations utilisées et des calculs effectués par les agences de notations devient dès lors une responsabilité des autorités. Elle peut les conduire à surseoir à la notation de titres fabriqués à partir de prêts pour lesquels le passé ne livre pas une information suffisante. Au milieu des années 2000, il n'y avait pas d'historique de défauts sérieux pour les prêts *subprime* : aucune agence de notation n'aurait dû accepter de les noter. Une surveillance publique des agences de notations est d'autant plus nécessaire que la réglementation prudentielle continuera, comme c'est pour l'instant le cas, de faire référence aux notes qu'elles établissent [Rochet, 2008] : il serait paradoxal que des auxiliaires de la régulation prudentielle ne soient soumis à aucune surveillance.

---

<sup>2</sup> A la question du député Henry A. Waxman, « Vous aviez l'autorité pour arrêter des pratiques de prêts déraisonnables. Beaucoup vous avaient conseillé de le faire. Pensez-vous que votre idéologie vous a amené à prendre des décisions que vous souhaiteriez ne pas avoir prises ? », A. Greenspan répond : « Oui, j'ai trouvé une faille. Je ne sais pas à quel point elle est significative ou durable, mais cela m'a plongé dans un grand désarroi », in « Greenspan concedes error on regulation », New York Times, 23 octobre 2008.

Normaliser la manière dont le risque est perçu ne saurait cependant suffire, il faut également veiller à compenser le caractère pro-cyclique du comportement des agents financiers. Un quasi-consensus existe désormais sur ce point. L'objectif doit être de freiner la prise de risque lorsque les choses vont bien et au contraire de la faciliter lorsqu'elles se détériorent. Le recours à des règles comptables de « provisionnement dynamique », à l'instar de ce qui a été fait en Espagne, peut permettre d'aller dans ce sens. Ces règles imposent aux institutions financières de constituer de manière continue (et pas seulement lorsqu'une menace de perte apparaît) des provisions sur les risques qu'elles portent. Toute augmentation des risques pris conduit alors mécaniquement à une hausse des provisions. Cette dernière réduit la croissance des profits et donc aussi celle des fonds propres et de la capacité de prise de risque. Le problème est bien sûr de calibrer ces règles, notamment de fixer le taux de provisionnement exigé sur chaque type de risque. Il est aussi de veiller à ce que ces règles s'appliquent à tous les risques portés, qu'ils soient au bilan ou hors bilan, pour ne pas laisser place à ce que l'on nomme pudiquement des « arbitrages réglementaires » [Aglietta, 2008].

Le jeu de tels dispositifs soulève toutefois une question sur le rôle des prix de marché dans l'évaluation des actifs détenus par les institutions financières. Les fluctuations de ces prix sont elles-mêmes pro-cycliques et ne font que renforcer encore la tendance du système à l'emballement (ou à la dépression). En haut de cycle, le prix des actifs tend à monter excessivement, d'où des plus-values qui augmentent les capitaux propres des institutions financières et donc leur capacité de prise de risque au moment même où l'évolution de leur attitude face au risque les pousse à une moindre prudence. Renoncer au rôle de référence de la valeur de marché ne s'impose pas pour autant. La mise en place de règles de provisionnement dynamique, dans la mesure où elle affectera aussi les prêts faits par les institutions financières aux preneurs de risque, devrait déjà atténuer la cyclicité de l'évolution du prix des actifs. On peut en outre rendre le jeu de la valeur de marché moins brutal en faisant intervenir une moyenne entre coût historique et prix observé [Plantin *et al.*, 2008]. Quelles que soient toutefois les règles comptables, les prix qui se forment sur les marchés ne peuvent être ignorés par les intervenants et ils continueront d'affecter mécaniquement les comportements de nombre d'entre eux, des preneurs de risque en particulier. Il appartient dès lors aux autorités, lorsque l'évolution des marchés prend un tour extrême – et la dernière décennie a montré que cela se produit régulièrement ! – d'assumer leurs responsabilités. Si, pour telle ou telle classe d'actifs importante, les prix de marché deviennent excessifs, les autorités peuvent intervenir par des mises en garde argumentées, puis par des mesures, fiscales par exemple, qui rendent plus coûteuse l'acquisition des actifs en question. Si au contraire il est évident que des prix sont trop déprimés, les autorités peuvent les soutenir en intervenant sur les marchés. L'existence de produits dérivés leur donne aujourd'hui des moyens simples de le faire. Lorsque, par exemple, les primes de risque de crédit des entreprises de bon rang deviennent, comme en 2008, excessives, les autorités peuvent les réduire – sans se prononcer sur le risque de crédit d'aucune entreprise en particulier – en vendant, massivement et aux enchères, de la protection sur l'indice de *CDS* référençant des paniers de dettes d'entreprises de cette catégorie.

Ces interventions donnent un rôle accru aux autorités dans le fonctionnement des systèmes financiers qui va à l'encontre de l'idéologie jusqu'ici dominante. Penser pouvoir l'éviter, tout en espérant que la globalisation serve la croissance, serait pourtant vain. *Les autorités doivent choisir entre s'impliquer dans une surveillance et une régulation approfondie du système ou s'exposer au risque de catastrophes récurrentes.* L'une des leçons de la crise de 2008 est en effet que les propriétés de stabilité de la finance globalisée sont semblables à celles de beaucoup de systèmes complexes : tant que les chocs auxquels ils sont soumis ne dépassent

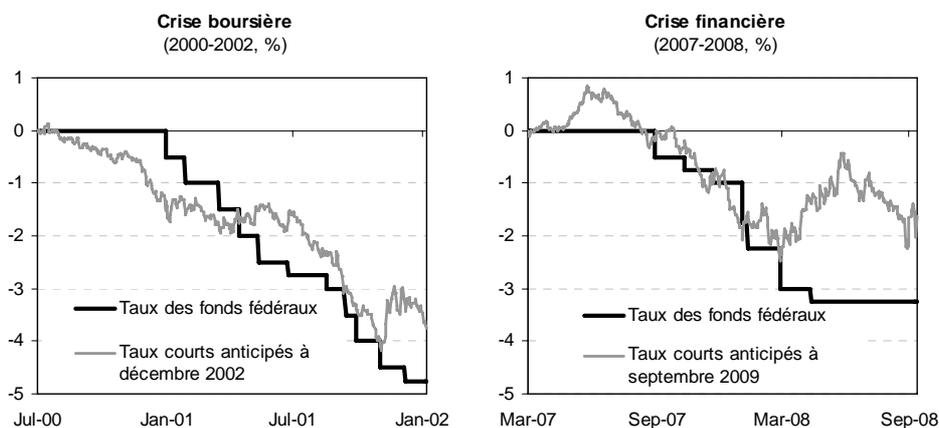
pas une certaine ampleur, ces systèmes reviennent facilement à l'équilibre ; mais si l'ampleur du choc est trop grande, ce retour devient impossible. L'évolution de l'aversion au risque après la faillite de *Lehman Brothers* en a donné une parfaite illustration : son explosion a provoqué une véritable panne du système financier. Faute de pouvoir y remédier rapidement, comme elles l'espéraient, en recapitalisant les banques, les autorités n'ont plus guère eu le choix. Pour éviter une asphyxie progressive de l'économie réelle, elles ont dû assurer elles-mêmes les financements indispensables et prendre en charge une bonne part des risques que le système privé ne pouvait plus assumer. Leurs interventions auraient au total été moins lourdes, moins dramatiques et sans doute moins coûteuses, si elles avaient visé non à pallier les conséquences de cette panne mais à la prévenir !

La politique monétaire doit également en tirer les leçons. Si une panne du système financier a des conséquences catastrophiques, sa menace doit être écartée à tout prix. Lorsque ce risque apparaît, le réduire doit devenir la seule priorité de la banque centrale. Ne pas baisser rapidement les taux à l'été 2007 parce que la dérive de l'inflation inquiétait, alors même que les dangers de la crise du *subprime* pour la stabilité financière devenaient évidents, ou laisser entendre, comme cela a été le cas après la faillite de *Bear Stearns*, que le prochain mouvement des taux serait sans doute à la hausse sont des erreurs de la Réserve fédérale de Ben Bernanke (encadré 1). De ce point de vue, autant l'idéologie libertaire d'Alan Greenspan a été dommageable à la stabilité financière, autant sa réaction très pragmatique face aux menaces de crise financière a été salutaire ! En baissant à chaque fois rapidement ses taux, la Réserve fédérale a, sous sa direction, pratiqué une politique d'assurance contre les risques catastrophiques [Greenspan, 2004]. Son prix, dira-t-on, a été de persuader les opérateurs financiers que la Banque centrale viendrait toujours à leur secours. Peut-être. Mais mettre en péril la stabilité financière pour donner une leçon à ceux qui ont été imprudents est un jeu dangereux et assez stérile : l'histoire financière a amplement montré que les punitions infligées aux fauteurs d'aujourd'hui servent rarement de leçon à ceux de demain. Renforcer la stabilité financière passe moins par cette illusoire éducation des opérateurs, chère aux théoriciens de l'aléa moral, que par un encadrement prudentiel solide doublé d'une surveillance attentive !

#### Encadré 1. Les ambiguïtés de la politique de la Réserve fédérale de l'été 2007 à l'hiver 2008

Après l'arrivée en 2006 de Ben Bernanke à la tête de la Réserve fédérale, plusieurs changements ont eu lieu : la durée des Comités de politique monétaire a été allongée<sup>1</sup>, la fréquence des prévisions économiques publiées accrue et le pouvoir du Président réduit au profit de celui du Comité. La crise qui commence à l'été 2007 va montrer que, derrière ces aménagements, le mode de conduite de la politique monétaire a changé.

##### Taux des fonds fédéraux et anticipations de taux courts dans deux épisodes de crise



Sur les graphiques, on a fait figurer, pour chaque crise, la variation des taux en écart à leur niveau 6 mois avant la date du premier assouplissement monétaire.

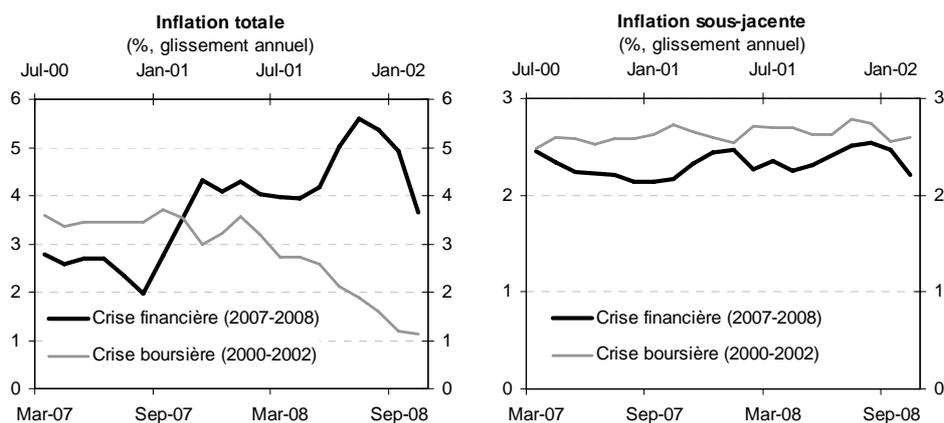
Source : Thomson Datastream.

Le graphique ci-dessus retrace l'évolution des taux directeurs lors de deux épisodes de crise : le dégonflement de la bulle boursière en 2000 et la crise financière de 2007. Si l'on prend comme référence les dates d'entrée en récession du NBER, on constate que la Réserve fédérale a commencé à baisser ses taux environ trois mois avant le début de la récession en 2007 comme en 2000. Le mouvement observé entre septembre et décembre 2007 a toutefois été nettement plus lent que début 2001 : entre mi-septembre 2007 et mi-janvier 2008, le taux directeur a diminué de 100 points de base, contre une baisse de 200 points entre début janvier et fin avril 2001. Dès l'été 2007 pourtant, F. Mishkin, alors membre du Comité de politique monétaire, avait souligné que, face au dégonflement d'une bulle immobilière, la politique monétaire est d'autant plus efficace qu'elle agit rapidement et avec force<sup>2</sup>. Or, non seulement jusqu'en janvier 2008 l'assouplissement monétaire a été moins rapide qu'en 2000, mais le message envoyé par la Réserve fédérale est resté confus : à aucun moment, la banque centrale n'a adopté un biais baissier (signalant une poursuite probable de la baisse) et les communiqués publiés à l'issue des Comités de septembre et de décembre 2007 mentionneront même la persistance d'un « certain risque inflationniste ». Par comparaison, la Réserve fédérale d'Alan Greenspan avait opté, dès janvier 2001, pour un biais baissier et maintenu celui-ci tout au long de l'année. Cette communication hésitante de la Réserve fédérale a eu des effets visibles sur le mouvement des taux courts anticipés par les marchés financiers : en 2000 (comme en 1998 d'ailleurs), les anticipations de taux courts avaient commencé à baisser environ un mois et demi *avant* la première baisse effective du taux des fonds fédéraux (respectivement fin septembre 1998 et début janvier 2001) ; en 2007, elles ne commenceront à baisser qu'un mois *après* la première baisse du taux directeur. Début janvier 2001, avant même que la Réserve fédérale ne baisse ses taux, la révision des anticipations de taux courts avait poussé les taux à long terme 100 points de base plus bas ; en septembre 2007, en revanche, les taux à dix ans étaient au même niveau que six mois auparavant. Or, une baisse de ces taux et avec elle celle des taux hypothécaires était d'autant plus importante que l'essentiel de la transmission de la politique monétaire américaine passe par l'investissement résidentiel (et, subsidiairement, la consommation de biens durables). Jusqu'à fin 2007, la Réserve fédérale s'est privée de ce levier.

Janvier 2008 va marquer un tournant : en seulement deux semaines, la banque centrale baisse ses taux de 125 points de base. Mi-avril, l'assouplissement monétaire devient comparable à celui observé en 2001 et le mouvement des taux courts anticipés proche. En adoptant entre janvier 2008 et début avril un biais baissier, la Réserve fédérale a un message clair et joue sur les anticipations : au début du printemps, les taux d'intérêt à dix ans sont plus de 150 points de base plus bas qu'en juin 2007 et les taux hypothécaires à 30 ans sont tombés sous la barre symbolique de 6 % (70 points de base de moins qu'à l'été 2007).

Au printemps, malgré un premier épisode financier dramatique – le sauvetage *in extremis* de *Bear Stearns* – l'ambiguïté revient : fin avril, la Réserve fédérale baisse ses taux à 2 %, mais son biais baissier disparaît et deux membres – R. Fisher et C. Plosser – marquent leur désaccord, préférant une stabilité des taux. Dans les semaines qui suivent, la Réserve fédérale va même pousser les anticipations de taux d'intérêt à la hausse : début juin, Ben Bernanke met en avant la résistance de l'économie et insiste sur le risque inflationniste<sup>3</sup>. Mi-juin 2008, les taux à dix ans sont 100 points de base plus haut que trois mois plus tôt et, alors que la baisse des prix immobiliers ne cesse d'accélérer, les taux d'intérêt hypothécaires à 30 ans sont *plus élevés qu'au début de la crise*. Fin juin, la Réserve fédérale décide de faire une pause – elle maintient son taux directeur à 2 % – et adopte un biais... à la hausse ! Comment expliquer ce changement de cap ? L'inflation dérape et la banque centrale craint que les anticipations d'inflation ne suivent. Le changement d'orientation de sa politique n'en est pas moins surprenant. La hausse de l'inflation provient essentiellement de l'envolée des prix de l'énergie : comme en 2001, l'inflation sous-jacente, elle, ne dérive pas. Surtout, les crises financière et immobilière sont loin d'avoir été enrayerées.

### **Inflation totale et sous-jacente dans deux épisodes de crise**



Source : Thomson Datastream.

Les mois suivants, le message de la Réserve fédérale va rester confus : optant pour la neutralité au mois d'août, la banque centrale baissera ses taux début octobre après la déflagration provoquée par la faillite de *Lehman Brothers*. Elle ne rétablira toutefois son biais baissier que fin octobre et finira mi-décembre par se prononcer sur l'orientation de sa politique monétaire au-delà des prochaines semaines : en indiquant que le taux des fonds fédéraux va rester bas « pour un temps », elle utilise à nouveau, mais après beaucoup d'hésitations, le levier des anticipations des marchés.

- (1) In V. Reinhart, *The Governance, Communication, and Conduct of the Federal Reserve's Monetary Policy*, Remarks at the Second U.S. Monetary Policy Forum, New York, February 29, 2008.  
 (2) In Frederic S. Mishkin : « Housing and the Monetary Transmission Mechanism », Jackson Hole Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2007.  
 (3) In Chairman Ben S. Bernanke, *Outstanding Issues in the Analysis of Inflation*, At the Federal Reserve Bank of Boston's 53rd Annual Economic Conference, June 9, 2008.

## 2. Les frontières et l'architecture du système globalisé

La globalisation a créé un espace financier dans lequel capitaux et risques peuvent circuler librement. Ses promoteurs n'ont toutefois pas voulu voir les conséquences de l'interdépendance ainsi établie : cette solidarité de fait rend les Etats coresponsables de la stabilité du système global. Au lieu d'assumer cette responsabilité, ils ont continué de faire comme si la stabilité du système pouvait être assurée sans aucune remise en cause de souveraineté. Lieu de contagions et de contaminations, l'espace financier globalisé devrait pourtant logiquement être soumis à des régulations et des normes prudentielles homogènes, homologuées et contrôlées internationalement. La crise du *subprime* vient d'illustrer, de manière dramatique, les dangers liés au développement d'une zone de « basse prudence » au cœur même de cet espace. Que rien ne soit venu entraver ce développement, montre que ce principe de coresponsabilité – et donc de co-surveillance – est loin de s'être imposé. La multiplication des lieux où l'on parle, parfois au plus haut niveau, de stabilité financière ne doit pas masquer la réalité : aucune autorité n'est effectivement responsable de la stabilité du système financier globalisé.

Ce vide est manifeste lorsqu'il s'agit de gérer les frontières de ce système. Le souci d'homogénéité des régulations devrait conduire pourtant à en refuser l'accès à des opérateurs ou des produits financiers issus de zones « hors-normes ». La crise asiatique n'est-elle pas née de l'intégration dans le système globalisé, de banques – celles des pays d'Asie en développement – soumises à une régulation prudentielle extrêmement lâche ? Après avoir

servi de têtes de pont à un afflux massif de capitaux à court terme, ces banques ont été prises dans une tourmente monétaire et financière. Leur effondrement a déclenché une lame de fonds dont l'affaire *LTCM* a montré qu'elle aurait pu provoquer des dégâts considérables. Gérer les frontières du système financier globalisé dans une logique de préservation de sa stabilité doit être la responsabilité d'une autorité internationale. Elle doit pouvoir imposer à ceux qui y opèrent et aux produits qui y circulent un ensemble de règles et de normes communes et pouvoir effectivement s'assurer de leur application. Cette autorité aura en particulier à apprécier dans quelle mesure les pratiques des différents centres *offshore* sont conformes au niveau général de prudence exigé.

Elle devra également s'assurer en permanence de la solidité des infrastructures du système, qu'elles soient publiques ou privées. La crise de 2008 a montré par exemple que l'existence de marchés de gré à gré est un facteur de fragilité. Le risque de contrepartie y est considérablement plus important que sur les marchés organisés. La tourmente de l'automne a confirmé la réalité des dangers résultant de l'absence d'une chambre de compensation, pour le marché des *CDS* en particulier. Le rôle important joué sur ce marché par l'assureur *AIG* explique, pour une bonne part, le soutien – plus d'une centaine de milliards de dollars – que le gouvernement américain a dû lui apporter en catastrophe. Contrepartie d'une masse énorme de contrats, sa faillite aurait sinon mis en sérieuse difficulté ses cocontractants. La vulnérabilité résultant du mode d'organisation du marché des *CDS* avait été largement dénoncée. Mais, la responsabilité de ce pilier du système continuant de relever seulement d'intérêts privés, ces avertissements sont restés sans effet.

La stabilité de l'espace financier globalisé n'est pas seulement affaire de prudence et de solidité : elle dépend aussi de l'architecture du système. Dans cet espace, les financements, et avec eux l'épargne, peuvent circuler librement. Mais la mécanique très particulière du crédit bancaire fait que cette circulation obéit à une logique qui peut surprendre. Ce qui décide, dans une large mesure, de l'allocation de l'épargne mondiale est la répartition et le débit des canaux de distribution des prêts au sein du système globalisé. Si une région est dotée de canaux de distribution très nombreux et au débit puissant, elle captera facilement une grande part de l'épargne mondiale et la distribution du crédit pourra y être excessive : les prêts accordés financeront des agents dont la solvabilité deviendra vite incertaine. Pour éviter, à l'avenir, un gâchis d'épargne semblable à celui de la fin des années 2000, *il faut faire évoluer l'architecture du système financier globalisé de manière à répartir plus également les canaux par lesquels les crédits sont distribués.*

Pour y parvenir, il ne suffit malheureusement pas simplement d'ouvrir des guichets. Il faut également mettre en place les chaînes de prises de risque qui permettront d'y distribuer des crédits en respectant les normes de prudence fixées. Si trop de risques sont laissés à la charge de l'emprunteur – on lui prête à taux variable, pour une courte durée, dans une monnaie qui n'est pas la sienne... – peu de prêts seront accordés... sauf si emprunteurs et prêteurs oublient d'être prudents. Si au contraire peu de risques sont laissés à la charge de l'emprunteur – il emprunte dans sa monnaie, pour une longue période, à taux fixe... – le débit du canal pourra être plus élevé. Pour qu'il le soit effectivement, il faudra toutefois, tant qu'une part importante de l'épargne mondiale continuera d'être placée « sans risque », que des preneurs de risque assument les risques que ni les emprunteurs ni les épargnants n'auront pris. Mettre en place des canaux de distribution de crédit, c'est aussi *mettre en place les chaînes de prises de risque nécessaires.* Tirer comme leçon de la crise de 2008 qu'il faut détruire les infrastructures de la finance globalisée serait une erreur. Il faut au contraire les consolider et les compléter. A côté de preneurs de risques privés mieux surveillés, l'intervention de preneurs de risques publics

est indispensable. Seuls ces derniers peuvent prendre les risques que les agents privés ont toutes raisons de ne pouvoir apprécier correctement et, donc, sauf encore une fois à cesser d'être prudents, de ne pas prendre.

C'est le cas en particulier des risques liés aux transferts d'épargne vers les régions émergentes. Ces transferts sont, on l'a vu, source d'un risque de change. Les agents privés du reste du monde souhaitant rarement prêter en monnaies des pays émergent déficitaires, ces transferts lorsqu'ils ont lieu se font dans les monnaies des prêteurs. Avec un danger évident : la simple menace d'une dévaluation conduit rapidement à une crise monétaire et financière. Après les pays d'Amérique latine et d'Asie, ceux d'Europe émergente en ont fait, en 2008, la douloureuse expérience. L'intervention d'une agence publique internationale, pour décharger de leur risque de change une partie des flux de capitaux vers les régions émergentes, pourrait permettre à l'avenir de réduire la probabilité de telles crises [Brender et Pisani, 2002].

De même, la mise en place dans les pays émergents, excédentaires comme déficitaires, de nouveaux mécanismes de financement du crédit immobilier, des prêts aux petites entreprises ou aux collectivités locales peut permettre de mieux allouer l'épargne mondiale. Souvent, la distribution de ces prêts est freinée par l'épaisseur des incertitudes juridiques, politiques et économiques, propres à ces pays, qui rendent la solvabilité des emprunteurs impossible à apprécier. Là encore, l'introduction de preneurs de risque de crédit publics, à l'instar de ce qui a été fait aux Etats-Unis il y a déjà plusieurs décennies pour les prêts immobiliers, pourrait favoriser l'octroi et la titrisation de ces crédits. Les pays émergents pourraient ainsi capter une part plus grande du potentiel d'épargne mondial. Ces canaux permettraient en particulier de recycler une part de l'épargne des pays aujourd'hui excédentaires dans ces pays eux-mêmes.

Cette intervention de preneurs de risque publics dans la distribution du crédit n'est pas seulement nécessaire au développement de nouveaux canaux de financements. Elle peut aussi donner des leviers supplémentaires aux autorités pour régler le débit des différents canaux, dans un souci d'équilibre macro-économique. Par exemple, un mécanisme qui transférerait, vers une autorité internationale, une partie des risques de change impliqués par les importations d'épargne de pays émergents déficitaires pourrait fixer les montants de protection vendue sur les monnaies de chaque pays en fonction des perspectives de son économie, mais aussi de celles de l'équilibre mondial entre épargne et investissement. Le preneur de risque public introduirait ainsi dans le système financier globalisé des informations qu'aucun marché des changes ne mobilise.

### **3. La surveillance macro-économique**

Quels que soient les efforts faits pour améliorer la régulation et l'architecture du système, sa capacité à assurer des transferts d'épargne entre nations restera limitée comme restera limité le montant d'épargne que les pays emprunteurs peuvent investir utilement et prudemment. Les pays exportateurs d'épargne ne peuvent continuer de l'ignorer : il leur faut accepter, le cas échéant, d'atténuer la pression exercée par leurs excédents sur l'équilibre macro-économique mondial.

Si l'épargne est une vertu micro-économique, son rôle macro-économique est, en effet, plus ambigu : dans une économie où les opportunités d'investissement sont nombreuses, l'épargne est le carburant d'une croissance soutenue, elle en devient le frein lorsque ces opportunités s'épuisent. Avec la globalisation financière, cette ambiguïté s'exprime désormais au niveau de l'économie mondiale et non plus de chaque économie prise isolément. Elle n'en demeure pas

moins. Derrière chacune des crises financières internationales des dernières décennies, on trouve une hausse des capacités de financement de certaines régions qui aurait été impossible sans l'imprudence du système financier global et de ceux auxquels il prête. Ainsi, au milieu des années 2000, les excédents des pays pétroliers, comme ceux de la Chine ou de l'Allemagne n'auraient pu être aussi importants si l'endettement des ménages américains, britanniques ou espagnols n'était pas monté au-delà du raisonnable. De même, au milieu des années 1990, les pays européens n'auraient pu réduire ensemble leurs déficits budgétaires, pour satisfaire aux critères d'entrée dans l'Union monétaire si l'épargne libérée n'avait été absorbée... par les pays d'Asie. Si la globalisation financière permet à des pays d'épargner une part de leur revenu, il serait logique que ces pays, en retour, prennent en compte les limites de la capacité du reste du monde à utiliser leurs excédents d'épargne.

Globalisation et stabilité financières ne pourront être rendus compatibles si les pays excédentaires refusent d'ajuster leurs politiques lorsqu'on approche de ces limites. Qu'il ait fallu attendre que la crise financière conduise, à l'automne 2008, à un effondrement de la demande mondiale pour que la Chine et l'Allemagne décident – avec timidité pour cette dernière – de soutenir leur demande intérieure, montre le chemin qui reste à faire. Le prix du pétrole, dans la mesure où il joue un rôle décisif dans la formation de l'épargne mondiale pose un problème de même nature, même s'il ne relève à proprement parler de la politique d'aucun Etat. Sa hausse continue à partir de l'été 2008 ne pouvait conduire qu'à une asphyxie de la croissance mondiale. Avec un prix du pétrole à 150 dollars le baril, la croissance ne pouvait se poursuivre qu'au prix d'un *accroissement* d'endettement de plusieurs centaines de milliards de dollars dans les pays développés. A un moment où la distribution du crédit était en train de se tarir, un tel accroissement était exclu. Une coopération entre Etats producteurs et consommateurs pour éviter des hausses trop rapides du prix du pétrole est d'autant plus nécessaire que le marché pétrolier va, à l'horizon de la prochaine décennie, rester tendu : le risque de nouvelles hausses brutales de prix n'est pas négligeable.

La crise de la finance globalisée livre ainsi au niveau macro-économique, les mêmes leçons qu'au niveau micro-économique : une surveillance acceptée est nécessaire au maintien de la stabilité financière. En desserrant la contrainte de l'équilibre courant, la globalisation ouvre à toutes les économies de la planète des marges de croissance supplémentaires. Elles ne pourront toutefois les conserver si les plus grandes d'entre elles, au moins, ne sont pas prêtes à coopérer : il leur appartient d'ajuster leurs politiques économiques pour prévenir les chocs et atténuer les pressions qui, sinon, mettront régulièrement à mal le système financier globalisé.