

La globalisation financière en question

Anton Brender

Dexia, Asset Management

Auteur avec Florence Pisani de *La crise de la finance globalisée*, Paris, La Découverte, Coll. Repères, 2009.

Je vais m'appuyer sur le dernier chapitre d'un livre, coécrit avec Florence Pisani intitulé « La crise de la finance globalisée ». Ce livre est en quelque sorte la suite de celui écrit il y a deux ans sur les déséquilibres financiers internationaux.

La crise actuelle est une crise originale car c'est la première crise de la finance globalisée, une finance dans laquelle il y a une dissociation presque complète entre d'un côté l'apport d'épargne et de l'autre la prise des risques liés à l'investissement de cette épargne. Au fil des dernières décennies, les marchés et leurs opérateurs ont permis de déconnecter de plus en plus ceux qui portent les risques d'un investissement, de ceux qui amènent l'épargne qui permet de financer cet investissement. La titrisation n'est qu'un des éléments de ces dispositifs (elle permet de transférer les risques, ce n'est pas celui qui a distribué le prêt qui le finance, etc., Jean-Paul Pollin a très bien décrit ce mécanisme). Cependant, j'ai du mal à être en accord avec son point de vue très critique de la titrisation : il faudrait renoncer à la titrisation, qui n'apporterait qu'une croissance des risques et de la fragilité du système financier. Il me semble au contraire qu'il faut essayer de ne pas y renoncer et de faire qu'elle fonctionne, autrement qu'elle n'a fonctionné.

Pourquoi ne faut-il pas renoncer à la titrisation ? Parce que la puissance des mécanismes de transferts de risques a permis la forte croissance récente des régions émergentes. On oublie souvent que ces régions ont bénéficié de la globalisation financière. En effet, non seulement elles ont pu épargner énormément (pensez aux excédents chinois comme à ceux de l'OPEP), mais elles ont pu ne pas prendre tous les risques liés à l'investissement de cette épargne. Elles ont pris du risque de change mais peu de risque de crédit en achetant des bons du Trésor ou en faisant d'autres placements relativement peu risqués. Le système financier occidental a donc assumé l'essentiel des risques – et il y en avait beaucoup – liés à l'investissement de leur épargne excédentaire. C'est par ce biais que la globalisation a contribué à la croissance des régions émergentes. Pour cette raison au moins, il nous semble important d'essayer de préserver cette finance globalisée.

Cette raison n'est pas la seule. Le modèle purement bancaire, qui soulève une certaine nostalgie chez beaucoup d'économistes, est un modèle qui a beaucoup failli. Toutes les crises passées en revue par l'équipe de l'OFCE étaient des crises liées à ce modèle. Qui a prêté trop à l'Amérique latine ? Ce ne sont pas les marchés, ce sont les banques. Qui, il y a une vingtaine d'années, a trop prêté en Suède comme en France, aux promoteurs immobiliers ? Ce ne sont pas les marchés, ce sont des banques. Qui a trop prêté à l'Asie en

1998 ? Ce ne sont pas les marchés, ce sont les banques. L'idée que les marchés, ou la titrisation, sont une source de problèmes, alors que les banques sont un modèle de fiabilité, est une idée fautive. Toutes les crises connues jusqu'à présent étaient des crises qui étaient largement provoquées par les banques.

Il me semble que le vrai problème aujourd'hui est beaucoup moins l'opposition titrisation et marchés d'un côté, banques de l'autre, que celui de la qualité de la surveillance des marchés et de celle des banques. Quelle est la grande différence entre la zone « titres et marchés » et la zone « banques » du système financier ? Le bilan des banques est depuis quelques décennies soumis à une surveillance précise, le reste non. En réalité, les banques qui participent à tous ces problèmes ont, elles aussi, failli mais dans la zone qui n'était pas surveillée. C'est dans la zone non surveillée qu'on trouve les *hedge funds*, les banques d'investissement, etc. Le problème, c'est beaucoup moins : faut-il ou pas supprimer les marchés, la titrisation, etc., que comment surveiller les marchés, comment surveiller la titrisation, comment normaliser tout cela, de façon à ce qu'il y ait une homogénéité de surveillance et de prudence qui s'applique au système financier globalisé dans son ensemble. Donc il faut essayer le plus vite possible de maîtriser ce système, de le remettre au service de la croissance et cela passe par une surveillance beaucoup plus homogène que celle que nous avons eue. On a laissé se développer une zone de non surveillance et de non prudence, liée à la titrisation. Rien pourtant ne dit qu'il doit nécessairement en être ainsi. C'est beaucoup plus un problème de surveillance homogène qu'un problème de retour à un modèle qui, tant qu'il n'était pas surveillé, faisait faute sur faute.

Je ne reviens pas sur tous les défauts du système financier globalisé, et en particulier sur sa procyclicité. Il y a presque unanimité sur ce point. Tant que l'on ne corrigera pas cette procyclicité, on aura des difficultés à faire fonctionner ce système, mais on y arrivera petit à petit.

Il me semble qu'il faut aller un tout petit peu plus loin sur le rôle de l'État. Les marchés ne peuvent bien fonctionner que si les États s'investissent beaucoup plus qu'ils n'ont fait jusqu'à présent, non seulement dans leur surveillance mais même dans une interaction beaucoup plus directe et beaucoup plus décidée avec les marchés. Un problème a été souvent évoqué, celui des prix d'actifs. Certes, si on réussit à corriger la procyclicité, les prix d'actifs seront un peu moins instables. Mais il me semble que lorsque les autorités considèrent que les prix de marchés sont devenus aberrants, elles doivent le dire et doivent intervenir si c'est nécessaire. Les tenants du libéralisme à tout crin vous disent : « mais qu'est-ce que les autorités savent de plus que les marchés ? ». Je ferai une réponse simple : les autorités à la différence des marchés savent faire des additions. Quand vous additionniez en 2001, les prévisions des analystes boursiers, qui dictaient l'opinion des marchés, vous pouviez voir que ces prévisions n'étaient pas compatibles avec la réalité des économies développées. Les profits, que les analystes anticipaient, supposaient un taux de croissance de l'économie américaine, de l'ordre de 10 % par an pendant vingt ans ! Les autorités ne l'ont pas dit avec force, alors qu'elles étaient seules à pouvoir le faire.

En sens inverse, les marchés de dettes sont les marchés les plus dégradés aujourd'hui. Les prix sur les marchés du crédit sont aberrants. Les autorités pourraient dire qu'aujourd'hui les dettes des meilleures entreprises américaines supportent des primes de risques qui sont supérieures à celles qui seraient justifiées par les défauts observés pendant la Grande Dépression. Il y a aujourd'hui une dégradation de la perception du

risque qui est à l'opposé de celle de l'année 2000, qui était extrême dans le sens de la confiance. Là aussi, il paraîtrait logique que les autorités interviennent pour aider les marchés à retrouver un équilibre qu'ils ne peuvent pas trouver tout seuls. C'est un rôle qu'il faudra accepter si on veut que les marchés fonctionnent autrement qu'ils ne l'ont fait jusqu'à présent.

À la différence de Jean-Paul Pollin, je pense qu'on est voué à vivre avec des systèmes financiers où les marchés jouent un rôle important. Ce sont toutefois des systèmes qui, en termes de propriétés d'équilibre, ont ce qu'on appelle des équilibres métastables. Ils reviennent facilement à l'équilibre après un petit choc, mais si les chocs deviennent trop importants, ils ne peuvent plus retourner à l'équilibre. Nous sommes dans cette situation depuis la faillite de Lehman Brothers. Le choc produit par la faillite des Lehman Brothers a fait monter l'aversion au risque dans ce système, d'une façon telle qu'il ne peut pas revenir tout seul à l'équilibre. Gérer un système économique où les marchés jouent un rôle important implique une prévention de ces situations où l'on fait *tilt*.

À la question qui était posée tout à l'heure, la Banque centrale américaine a-t-elle bien ou mal géré la crise financière, nous répondons qu'elle a pendant de longs mois mal géré cette crise. À partir du moment où on s'est trouvé dans une situation de crise financière depuis le milieu de l'année 2007, il fallait adopter un mode de gestion extrêmement différent de celui qu'on adopte quand il ne s'agit que d'arbitrer entre inflation et chômage. Le vrai risque devient un risque de catastrophe ; si on laisse le système déraiser, on ne pourra pas revenir en arrière. La priorité devient d'éviter à tout prix la catastrophe, éviter le *tilt*, car on ne peut pas recommencer la partie ! Autant nous sommes très critiques de ce qu'a fait Greenspan sur le plan microéconomique, puisque c'est lui qui a été le grand doctrinaire de l'absence de surveillance (laisser les marchés à eux-mêmes, ils atteindront l'optimum), autant nous pensons que sa façon de gérer les menaces de crise financière était la bonne. Quand le risque d'une crise financière pointe, il faut à tout prix l'écarter. La Fed a trop longtemps tenu un raisonnement qui consistait à dire : « il demeure des risques d'inflation, donc je ne peux pas baisser les taux », alors que les risques de crise financière allaient croissants. Cette gestion a été désastreuse. Certes, la Fed a complètement changé de point de vue après la faillite de Lehman Brothers. Mais en perspective, elle a commis une succession d'erreurs d'appréciation. En particulier, elle s'est trop accrochée à la thèse qu'elle devait éviter à tout prix de baisser fortement les taux d'intérêt et soutenir les marchés quand la Bourse baisse, parce que cette pratique laisse se développer l'aléa moral, l'idée qu'on va toujours sauver les gens qui ont fait des bêtises. C'est une thèse qu'il faut combattre, ceux qui font des bêtises aujourd'hui ne sont pas les mêmes que ceux qui en faisaient il y a dix ans. Ceux d'aujourd'hui ne tirent aucune leçon des erreurs qui ont été commises par leurs prédécesseurs il y a une dizaine d'années. Nous pensons que la politique monétaire américaine n'a pas été appropriée du point de vue de la gestion de la stabilité du système. La Fed, présentée parfois comme très réactive, n'a pas eu les bonnes réactions.

Le système financier globalisé peut être remis au service de l'économie à condition qu'il soit mieux surveillé mais ça ne suffira pas. Il nous semble qu'il y a un problème dans l'architecture d'ensemble du système financier. C'est aujourd'hui un système globalisé dans lequel les capitaux et les risques peuvent circuler d'un bout à l'autre de la planète. Ceci est positif à condition qu'on prenne en compte que ce système met toutes

les économies et tous les systèmes financiers en relation ; c'est donc aussi un lieu de contagion et de contamination. Des normes communes devraient donc y être imposées.

Selon André Cartapanis, le G20 va mettre en place un certain nombre de régulations. Cela ne suffira pas. Deux points posent problème. Dans le système financier globalisé, la façon dont on utilise l'épargne déglagée dans certaines régions du monde pour investir ailleurs est loin d'en assurer l'utilisation la plus efficace. Ce qui compte aujourd'hui, c'est des avoirs où l'épargne pourrait être utilisée le plus efficacement mais où existent des canaux permettant de distribuer cette épargne. Pourquoi l'épargne qui était excédentaire en Asie ou dans les pays de l'OPEP a-t-elle été investie aux États-Unis ou en Angleterre ou en Espagne ? Parce qu'il y avait des tuyaux permettant d'aspirer cette épargne de façon beaucoup plus puissante que dans d'autres pays. Ce n'est pas un hasard si c'est là où il y a le plus de canaux de distribution de crédit que l'épargne s'est écoulée. Pas plus que l'eau elle ne peut circuler là où il n'y a pas de tuyaux. Il faudrait donc répartir les tuyaux, d'un bout à l'autre de la planète, de façon beaucoup plus homogène que l'on ne l'a fait jusqu'à présent. Mettre plus de tuyaux dans les régions émergentes pour recycler une partie de l'épargne dans ces régions elles-mêmes. La Chine n'a pas tellement de canaux de distribution de crédit. Dans le système bancaire chinois, le crédit aux ménages est extrêmement sous-développé. Il faudrait en accélérer le développement. Cela nous semble faire partie de la redéfinition de l'architecture financière.

Le deuxième point est que, quoi qu'on fasse pour mieux surveiller le système – et il y a beaucoup à faire – comme pour mieux répartir les canaux de distribution du crédit d'un bout à l'autre de la planète, la capacité du système financier mondial à absorber une quantité d'épargne, à distribuer une quantité de crédit, à trouver des emprunteurs solvables et à le faire de façon suffisamment prudente, sera toujours limitée. Même si on peut améliorer les choses, on ne peut pas trouver des projets solvables en quantité infinie, alors qu'on peut épargner autant qu'on veut. Une surveillance macroéconomique est donc nécessaire. Il y a là un vrai problème de coopération internationale. Lorsqu'on atteint les limites des capacités d'emprunt des emprunteurs potentiels de l'économie mondiale, il faut que ceux qui ont envie d'épargner soient amenés, d'une façon ou d'une autre, à épargner moins. Derrière l'endettement américain ou espagnol, il y a une formidable accumulation d'épargne qui s'est faite en Allemagne, en Chine et dans les pays de l'OPEP. Tous ces pays ont considéré qu'il n'y avait aucun problème à mener les politiques qu'ils ont menées. L'Allemagne, par exemple, a mené une politique totalement non coopérative, en matière du partage du revenu et même en matière de déficit public. Il y a des moments où il faut accepter d'épargner un peu moins, parce que le système financier, quelle que soit sa qualité, aura toujours une capacité limitée à faire circuler l'épargne de ceux qui veulent épargner vers ceux qui veulent s'endetter. Quand on butte sur cette limite, la seule façon de s'en sortir est d'ajuster du côté des épargnants en obtenant d'eux qu'ils épargnent moins parce qu'il n'existe plus d'emprunteurs dont on puisse penser qu'ils rembourseront ce qu'ils ont emprunté. Une surveillance macroéconomique peut seule faire que les déséquilibres financiers internationaux restent supportables.