

Une globalisation bancaire

Anton Brender
Cercle des économistes

L'épargne n'est-elle pas, à l'évidence, une ressource rare ? Si l'effort d'abstinence impliqué par l'acte d'épargne est si universellement valorisé, n'est-ce pas, justement, parce qu'il contribue à réduire une rareté ? La Fontaine ne laisse planer aucun doute : au premier abord la cigale est sympathique, mais c'est la fourmi qui finalement lui fait la leçon... Soit, mais comment comprendre, alors, que l'on puisse envisager aujourd'hui l'existence d'un excès d'épargne ? Un tel excès n'est-il pas tout aussi impensable qu'un excès de vertu ? Raisonner ainsi donne toutefois à la morale un rôle qu'elle n'a pas dans la marche de l'économie. Keynes dérange précisément parce qu'il l'a expliqué mieux que quiconque. Lorsque les développements de la finance permettent de séparer épargne et investissement, l'épargne peut devenir excessive. Si les uns veulent épargner plus que les autres ne souhaitent investir, la vertu des premiers deviendra vite facteur de marasme. De là à attribuer l'excès d'épargne aujourd'hui constaté à une pénurie d'investissements, il n'y a rien de sûr qu'un pas. Il faut le franchir avec prudence. Pourquoi, dans un monde où les perspectives de développement semblent immenses, les opportunités d'investissement seraient-elles rares ? Ne faut-il pas, ne serait-ce qu'en Asie, doter en capital des centaines de millions de travailleurs qui veulent trouver place dans une économie mondiale désormais globalisée ?

Et si aujourd'hui la rareté n'était ni du côté de l'investissement ni du côté de l'épargne, mais bien de celui de la finance qui les met en relation ? On oublie trop facilement que la capacité des systèmes financiers n'est pas illimitée. Leur rôle est pourtant central : il ne leur appartient pas seulement de mobiliser l'épargne nécessaire au financement des projets d'investissements, ils doivent aussi apprécier les risques impliqués par ces projets et organiser la manière dont ils seront portés et suivis. Si la capacité des systèmes financiers à assumer efficacement chacune de ces différentes fonctions s'avère, en un moment donné, insuffisante par rapport au potentiel d'épargne, des dysfonctionnements apparaîtront. Le passé en a donné de nombreux exemples. Pendant les années 1970, la hausse du prix du pétrole a ainsi conduit à la formation d'une épargne abondante dans les pays de l'OPEP. Cette épargne a été, pour une part non négligeable, « recyclée » vers des pays en développement. Ce recyclage a toutefois eu pour support un système financier international particulièrement fruste, qui s'est trouvé sollicité très au-delà de ses capacités. La crise de la dette des pays du Sud, au début des années 1980, est la conséquence directe de cette déficience. Elle a attiré l'attention sur un trait essentiel de la globalisation économique : au lieu de marcher sur deux jambes – l'une commerciale, l'autre financière – cette globalisation est bancaire. Malgré les apparences, l'intégration financière internationale a progressé beaucoup moins rapidement et surtout moins solidement que l'intégration commerciale.

La crise des pays émergents de 1997-1998 en a donné une nouvelle illustration. Pour la première fois depuis de longues décennies, un besoin de financement des régions émergentes, d'Asie en particulier, a été satisfait par une capacité de financement des régions développées. Les canaux de ce transfert d'épargne du Nord vers le Sud allaient toutefois s'avérer, cette fois encore, très fragiles. Ce transfert est en effet passé surtout par des prêts de banques occidentales faits, à court terme et en devises fortes, à des banques émergentes. Ces dernières s'en sont servies pour financer des projets éminemment spéculatifs, accordés eux en monnaies locales et à un terme relativement long. Ces banques émergentes se sont ainsi chargées d'une masse toujours plus importante de risques financiers – risque de crédit, risque de taux d'intérêt et aussi risque de change – sans disposer des capitaux propres nécessaires. L'absence de surveillance de la part des

autorités locales, une certaine naïveté des autorités internationales – elles pensaient que les prêteurs occidentaux évalueraient avec discernement la solidité de leurs contreparties émergentes – firent le reste. Le ralentissement de la croissance économique en Thaïlande allait alors suffire à déclencher, à partir du début de 1997, un tourbillon désastreux qui allait emporter l'une après l'autre les devises et les systèmes bancaires de plusieurs pays d'Asie, pour finalement culminer avec la crise russe de l'été 1998. L'onde de choc se propagea jusque sur le marché obligataire américain dont le fonctionnement fut gravement perturbé. Pendant quelques jours, les difficultés qui en résultèrent pour un *hedge-fund* – LTCM – firent même craindre que le système financier américain lui-même ne se trouve finalement pris dans ce tourbillon. Il était difficile de souligner mieux les dangers liés à ce manque chronique de canaux capables de drainer, de manière sûre, des ressources financières vers les régions émergentes.

La croissance particulièrement rapide des pays d'Asie risque de rendre plus aiguë encore le caractère bancal de la globalisation en cours. Ces pays ont en effet un trait commun : leur croissance et leur puissance industrielle impressionnantes s'appuient sur un système financier national relativement peu développé. Cette particularité fait de leurs économies des colosses aux pieds d'argiles. Elle est d'autant plus préoccupante que leur taux d'épargne est souvent très élevé. La combinaison qui en résulte est bien sûr explosive. Le Japon l'a montré le premier. L'énorme accumulation de capital qui a eu lieu là-bas, après la seconde guerre mondiale, a été financée essentiellement par des intermédiaires. Compte tenu de l'aversion au risque forte des ménages qui ont fourni l'épargne nécessaire, les risques impliqués par cette accumulation se sont trouvés concentrés dans le bilan de ces intermédiaires. Dans le passif des banques, les dépôts « sans risques » occupaient traditionnellement une place prépondérante, alors que leurs actifs étaient lourds en positions risquées: des prêts bien sûr mais aussi des actions. Quant aux assureurs, ils ont longtemps garanti une rémunération à leurs clients sans forcément détenir toujours les actifs leur assurant de pouvoir la verser. Surtout, face à cette prise de risque massive, ces banques comme ces assureurs étaient sous capitalisés. Là encore, lorsque la conjoncture euphorique qui avait conduit, pendant la deuxième partie des années 1980, à la formation d'une bulle boursière se retourna, les dangers de cette accumulation de risques éclatèrent : de nombreuses banques se trouvèrent plongées en situation de quasi-faillite. Le gouvernement japonais creusa alors massivement son déficit et engagea des travaux publics dont l'objectif premier était d'éviter une aggravation de la déflation. Une partie de l'effort d'épargne japonais s'est ainsi trouvée gâchée. Le risque de voir la Chine suivre la même voie est sérieux. La Chine a aujourd'hui un taux d'épargne plus élevé que celui du Japon d'il y a quelques décennies et son système financier est plus rudimentaire et moins solide encore. Incapable de mobiliser chez elle – plus ou moins efficacement d'ailleurs – la totalité de l'épargne qu'elle dégage, elle n'a donc d'autre choix que d'en exporter une partie. Faute d'un développement financier suffisant, l'effort d'épargne chinois risque, lui aussi, d'être largement gâché.

Contrairement à une idée fréquemment reçue, la finance compte. Un développement industriel qui ne s'appuie pas sur un système financier adéquat risque vite de porter à faux, comme une globalisation commerciale qui ne peut s'appuyer solidement sur une globalisation financière. La rareté contre laquelle il faut ici lutter n'est ni celle de l'épargne ni celle des opportunités d'investissement, mais bien celle des capacités dont dispose l'économie mondiale pour mettre efficacement la première au service des secondes.