



# I

## GRANDS ENJEUX DE L'ACTUALITÉ FINANCIÈRE







## PRÉSENTATION

PAR YVES ULLMO\*

La première partie du *Rapport moral sur l'argent dans le monde* vise à rappeler et analyser les éléments majeurs de l'actualité financière dans les dix-huit derniers mois, en évoquant, dans la mesure du possible, les implications éthiques. Les textes qui y sont présentés portent les uns principalement sur l'analyse de la crise - celui d'André Icard sur l'instabilité des flux internationaux de capitaux, celui de Patrick Artus sur les causes profondes de la prise de risque et celui d'Alan Kirman sur l'aléa moral - les autres sur les réflexions et initiatives visant à mieux maîtriser les causes de l'instabilité - examen d'ensemble par Christian de Boissieu, analyses ciblées par Olivier Davanne en ce qui concerne la taxe Tobin, par Thierry Sessin en ce qui concerne les *hedge funds*.

L'article d'André Icard, directeur général de la BRI souligne, dans l'explication des crises financières des pays dits émergents, au-delà de leurs problèmes macrofinanciers propres (parités de change surévaluées, déficits extérieurs ou budgétaires, endettement extérieur trop court, faiblesses structurelles du système financier local), le rôle des dysfonctionnements du marché mondial des capitaux, en particulier la volatilité excessive des flux de financement vers eux dirigés. Il met en cause le comportement grégaire des acteurs de marché, qui se traduit par des phases d'euphorie puis de reflux rapide, et en fait ressortir les conséquences : dans tous les cas, constitution d'une bulle

spéculative des actifs financiers et immobiliers, et en change fixe surévaluation réelle, puis, la crise, une fois déclenchée, effondrement du change conduisant à des politiques monétaires restrictives, fragilisation extrême du système financier interne, creusement du déficit public quand il a été financé sur les marchés internationaux. Il aborde ensuite des voies d'amélioration, sur lesquelles on reviendra avec l'article de Christian de Boissieu.

L'article de Patrick Artus s'attaque aux causes profondes de l'instabilité financière, qu'il impute à l'augmentation de la prise de risque de la part de l'ensemble des agents économiques (entreprises, banques, fonds d'investissement), augmentation elle-même due à la hausse de l'exigence de rentabilité formulée par les actionnaires, et non compatible avec les caractéristiques macroéconomiques de la croissance. Il met l'accent en particulier sur l'utilisation excessive de l'effet de levier d'endettement par les entreprises américaines, assortie de rachat d'actions, et sur la part très majoritaire des flux de capitaux financiers par rapport à l'investissement direct, sans qu'il n'y ait plus, sur les marchés boursiers, de relation croissante entre rendement et risque. Les exigences de rendement des fonds propres, la concurrence entre fonds d'investissement conduisent à une hausse de la demande pour les actifs les plus risqués et à une chute de la prise de risque, d'où sensibilité accrue à tout choc exogène.

\* Conseiller-maître à la Cour des comptes

L'article d'Alan Kirman sur l'aléa moral recoupe largement les analyses d'Icard et d'Artus, mais met l'accent sur les phénomènes de contagion internationale. Les phénomènes d'aléa moral, c'est-à-dire de prise de risque excessive par les acteurs financiers, en particulier les banques, mais aussi les fonds d'investissement, et ce sans sanction, lui paraissent peu démontrés, en particulier si l'on pense qu'ils ont joué un rôle amplificateur dans la crise des pays émergents par rapport au comportement des banques dans leurs activités traditionnelles. Qui plus est, la mise en cause de l'aléa moral est généralement liée à une attitude de « libéraux » qui, plus fondamentalement, remettent en cause l'assurance des dépôts, le rôle de prêteur en dernier ressort des autorités monétaires, et la surveillance bancaire, et estiment que de purs mécanismes de marché pourraient mieux faire l'affaire. Au-delà de ce débat traditionnel, Kirman montre que le véritable risque est celui d'une contagion internationale provoquant une crise systémique, que les critiques du FMI sur ce sujet sont contestables, et que les solutions alternatives - même quand elles passent par des formules non marchandes - risquent d'être inopérantes devant les risques de crise de système, voire pour certaines - la création d'un fonds d'urgence de liquidités - de renforcer l'aléa moral.

Enfin, un texte de Patrice Dufour est consacré aux initiatives visant à réduire la dette des pays les plus pauvres.

L'examen des actions à entreprendre pour combattre l'instabilité financière - et des débats en cours - qui fait l'objet de l'article de Christian de Boissieu et de la seconde partie de celui d'André Icard, peut s'ordonner autour de quatre thèmes<sup>1</sup> : le recours à un certain contrôle des changes, le choix du système de change le plus adapté, le contrôle prudentiel, le rôle des institutions internationales, et la gestion de la dette des pays débiteurs.

Sur le premier point, si Christian de Boissieu prend une position tout à fait négative, André Icard est plus nuancé et recommande la progressivité dans la libéralisation des pays encore protégés, et admet, pour les pays ayant libéralisé, une action préventive limitant les entrées de capitaux tout en les laissant libres de sortir.

En ce qui concerne le régime de changes, les deux auteurs soulignent les difficultés résultant du flottement pur des monnaies et admettent les côtés positifs d'un « ancrage » des monnaies, mais d'un ancrage flexible : pas de *currency board*, ancrage sur un panier de monnaies, et, pour de Boissieu, ancrage mobile (*crawling peg*). Christian de Boissieu, par ailleurs, constate que le bilan, jusqu'à aujourd'hui, des zones cibles entre grandes monnaies est peu convaincant. Le retour à cette formule supposerait la réduction préalable des déséquilibres internationaux et l'acceptation d'un pilotage beaucoup « plus ambitieux et plus efficace » qu'il n'a jamais été pratiqué.

En matière prudentielle, au-delà de la généralisation effective du contrôle dont la nécessité est rappelée par de Boissieu, André Icard recherche des voies susceptibles d'améliorer l'évaluation des risques par les organismes prêteurs, répondant ainsi partiellement à l'analyse de Patrick Artus : diffusion d'une meilleure information, aussi bien en ce qui concerne les secteurs bancaires que les marchés de capitaux, renforcement de la qualité des analyses de risque par les organismes prêteurs, et prise en charge par le secteur privé - qui bénéficie actuellement d'un certain hasard moral - d'une partie du fardeau des programmes de gestion des crises.

En ce qui concerne les institutions internationales, Christian de Boissieu, sans remettre en cause le rôle général du FMI, considère que la BRI est mieux placée pour coordonner l'action des superviseurs bancaires nationaux et que la fonction de

prêteur en dernier ressort international serait mieux assurée par « le club des grandes banques centrales intervenant de concert » que par le FMI, sans que, pour autant, au-delà de la gestion immédiate des crises financières, la conditionnalité soit remise en cause.

Enfin, en ce qui concerne la gestion de la dette, plus que l'accumulation d'importantes réserves de change, André Icard suggère d'appliquer les techniques de gestion Actif-Passif et de gestion des liquidités dérivées de celles en usage dans les institutions financières privées.

L'article d'Olivier Davanne donne le point de vue d'un technicien dans un débat qui s'est largement politisé en France, celui de la taxe Tobin. Au-delà des difficultés généralement invoquées - possibilité d'un accord international sur le sujet, modalités de répartition entre pays du produit de la taxe - il fait ressortir des raisons plus profondes de la rejeter : sauf à ce qu'elles soient interdites, les innovations financières la rendent pratiquement impossible. Par ailleurs, à supposer qu'on puisse la mettre en œuvre en bloquant l'innovation, son produit serait extrêmement faible et, surtout, sa mise en œuvre risquerait d'augmenter la volatilité du marché des changes.

L'article de Thierry Sessin, après un rappel des circonstances de la quasi-faillite du hedge fund *Long Term Capital Management* (LTCM) et des mesures prises pour

« sauver les meubles », expose les réflexions en cours sur la supervision de ces fonds spéculatifs. Ces réflexions renoncent à une supervision directe et s'orientent vers une surveillance du risque de contrepartie des banques (et éventuellement des *brokers*) qui leur prêtent. Rien, à ce jour, n'a effectivement été mis en œuvre, et les *hedge funds* ont repris leur progression.

Il faut souligner que Patrick Artus, dans son article, sans viser spécifiquement les fonds spéculatifs, trace quelques pistes quant à la surveillance des fonds d'investissement : transparence quant au risque pris, allongement de la durée des mandats de gestion, modification des règles de rémunération des gérants, et, en ce qui concerne les fonds de pension, implication des épargnants dans leurs décisions de gestion.

Le texte de Patrice Dufour, intitulé « Réduire la dette des pays pauvres : de l'impératif moral au montage financier », se situe dans une toute autre optique, car ici l'instabilité financière n'est pas en jeu, il s'agit de remédier à des difficultés structurelles. Patrice Dufour décrit les différentes étapes de l'initiative pour les pays pauvres très endettés (PPTE) initiées par la Banque mondiale et le FMI. Il marque la nécessité que la remise de dettes prenne place dans une stratégie globale cohérente de réduction de la pauvreté, et aussi que son financement ne se fasse pas aux dépens de la « classique » aide publique au développement.

#### NOTE

1. Plus la taxe Tobin et les actions spécifiques relatives aux *hedge funds*, évoquées plus loin.

