

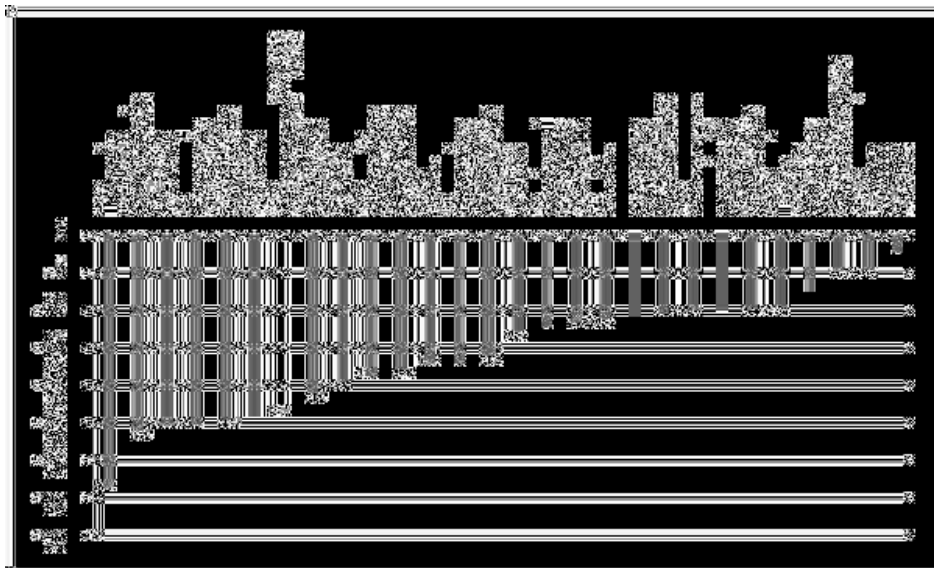
Une mondialisation financière en crise

Jean Marc Siroen

Université Paris- Dauphine), LEDa
IRD, UMR 225 DIAL.

La chute des cours boursiers en 2008 a mécaniquement affecté les fonds de pension. D'après l'OCDE (2008), « *En octobre 2008, l'encours total de l'ensemble des fonds de pension de la zone OCDE enregistrait un recul d'environ 3 300 milliards USD, soit près de 20 %, par rapport à décembre 2007. Si l'on tient compte des autres actifs de retraite privés, tels ceux détenus dans le cadre des plans de retraite individuels aux États-Unis ("IRAs") et dans d'autres pays, le repli observé se chiffre à environ 5 000 milliards USD* ». En conséquence, le rendement des fonds de pension a été négatif en termes réels (prise en compte de l'inflation) : près de -25% en moyenne pour les pays de l'OCDE les seuls 10 premiers mois de 2008 (figure 1).

Figure 1 - Rendements réels des fonds de pension dans des pays de l'OCDE
(en % ; janvier-octobre 2008)



OECD Private Pensions Outlook 2008 - OECD © 2009 (figure S2)

Même si les fonds de pension ont amorti la crise boursière en diversifiant leurs portefeuilles avec des obligations et des titres d'Etat, la crise financière repose le débat sur l'efficacité des fonds de pension comme alternative aux systèmes de répartition, menacés par le vieillissement des populations.

Le décor est, bien entendu, celui de la globalisation financière qui se caractérise par une grande mobilité internationale des capitaux stimulée par la multiplication des innovations financières et par la dérégulation des marchés financiers. Ce processus conduit à une plus forte intégration des marchés financiers internationaux ce qui signifie que l'on tendrait vers un marché financier « global » favorisant une certaine convergence du prix des actifs internationalement mobiles et la synchronisation des cycles. Simultanément, de nouveaux acteurs sont apparus sur les marchés mondiaux et notamment des investisseurs institutionnels spécialisés comme les *hedge funds* (fonds spéculatifs), les *mutual funds* (fonds communs de placement), les assurances, les fonds de pension sans oublier les fonds souverains qui mixent les caractéristiques des investisseurs précédents avec une spécificité importante : ils sont contrôlés par un État et trouvent leurs ressources dans les excédents de la balance des paiements que connaissent souvent les pays exportateurs de produits énergétiques. Néanmoins, la nouvelle phase de la crise des *subprimes* qui a éclaté en septembre 2008 avec la faillite de *Lehman Brothers*, a rappelé que des investisseurs a priori aussi traditionnels que les banques, restaient des acteurs à la fois fondamentaux et fragiles.

L'expansion des fonds de pension est souvent associée au processus de globalisation financière. Néanmoins, si la globalisation financière plante le décor des fonds de pension, elle n'est nullement une condition de leur existence. Les fonds de pension restent d'ailleurs relativement régulés, même si les réglementations, plus ou moins contraignante selon les pays, visent davantage à protéger les salariés et les retraités qu'à assurer la stabilité des marchés financiers. Pendant longtemps, et encore aujourd'hui, ils sont apparus en retrait du processus de globalisation financière en privilégiant des placements en actifs nationaux ce que les économistes ont constaté sous le terme de *home bias*¹. Le maintien de réglementations nationales qui limitent les possibilités de placement sont une explication. Une autre est la gestion plus simple, moins coûteuse et souvent ressentie comme moins risquée des titres nationaux. Néanmoins, même décalés par rapport au processus de globalisation financière, les fonds de pension, comme d'autres types d'investisseurs, ne sont pas restés indifférents aux délices de l'internationalisation des portefeuilles et sont devenus des acteurs importants de la globalisation financière surtout si on étend la définition des fonds de pension aux sociétés d'assurance-vie.

Le but de cette contribution est donc de situer les fonds de pension dans leur environnement, qui est celui d'une globalisation financière bouleversée par la crise. Elle tentera de donner quelques éléments de réponse aux trois questions suivantes.

- 1) Qu'entend-on par globalisation financière ?
- 2) Qu'attend(ait)-on de la globalisation financière ?
- 3) Où va la globalisation financière ?

I. Qu'entend-on par "globalisation financière" ?

L'accélération du processus de libération financière peut être datée avec précision : 1974, date à laquelle les États-Unis lèvent les restrictions à l'exportation des capitaux que le système de

¹ "As regards pension funds, it is revealed that in most countries, pension fund portfolios have much greater allocation to domestic bonds and equities than to foreign assets" (Davis 2005a)

Bretton Woods imposait pour assurer la stabilité des taux de change. Depuis, les pays développés et de nombreux pays en développement ont levé les restrictions ce qui signifie d'abord la liberté d'exporter et d'importer des capitaux pour acquérir ou vendre des actifs industriels ou financiers et, ensuite, une plus grande liberté opérationnelle laissée aux investisseurs.

Globalisation financière et système de change

Les économistes aiment soutenir que la mondialisation financière n'est pas un phénomène nouveau et que le monde a connu une évolution comparable du XIX^e siècle à la première guerre mondiale, voire jusqu'à la crise de 1929². Ce cliché, comme souvent les clichés, n'est pas faux. Les transferts de capitaux avaient à peu près la même ampleur relativement à la richesse mondiale et on retrouve au XIX^e siècle certaines caractéristiques de la globalisation financière de la fin du XX^e : investissements directs (plutôt dirigés, néanmoins, vers les infrastructures que vers les délocalisations d'entreprises), circulation de titres de la dette publique (comme les emprunts russes ou turcs) et, en contrepartie, déséquilibres des balances courantes qui sont un "marqueur" de la globalisation financière.

Il existe néanmoins une différence importante. On sait qu'un pays ne peut à la fois libéraliser ses mouvements de capitaux, maintenir un système de change fixe, et mener une politique monétaire "indépendante", c'est-à-dire soumise aux objectifs internes qu'ils se définissent, d'ailleurs, en termes d'inflation, de croissance ou de plein-emploi³. Il existe donc deux systèmes compatibles avec la liberté des mouvements de capitaux et la poursuite du processus de globalisation financière : un système de change fixe avec une politique monétaire passive et dépendante de l'extérieur (taux de change, balance des paiements) ou un système de change flottant avec une politique monétaire active qui peut alors être orientée vers la satisfaction d'objectifs internes. Le premier régime a accompagné la mondialisation financière du XIX^e siècle caractérisée par un régime d'étalon-or⁴ et donc de taux de change rigoureusement fixes. Il a aussi caractérisé le très controversé *currency board* (caisse d'émission) argentin (1991-2001) et assez largement la politique monétaire française de la crise du système monétaire européen (1992-1993) à la mise en place de l'euro (1999). Le second régime, dominant aujourd'hui, malgré l'adhésion de certains grands pays (Chine et Hong Kong) à un régime de change plus ou moins fixe, s'accompagne du flottement des grandes monnaies avec, dans les faits, une variabilité très forte des taux de change. De la fin de la seconde guerre mondiale à 1971, le système intermédiaire de Bretton Woods a été expérimenté pour se révéler finalement insoutenable : un dollar fixe ne permettait ni d'assigner à la politique monétaire américaine des objectifs exclusivement internes, ni de résister à la pression des investisseurs intéressés par des placements à l'étranger plus rémunérateurs.

Cette différence dans le système de change, et donc dans la régulation économique internationale, n'est pas anodine. Du point de vue de la connexion entre la "sphère réelle" et la "sphère financière" elle signifie que les taux de change sont davantage déterminés par les flux financiers

² Voir, par exemple, Taylor (1996), Baldwin et Martin (1999), Obstfeld & Taylor (2003).

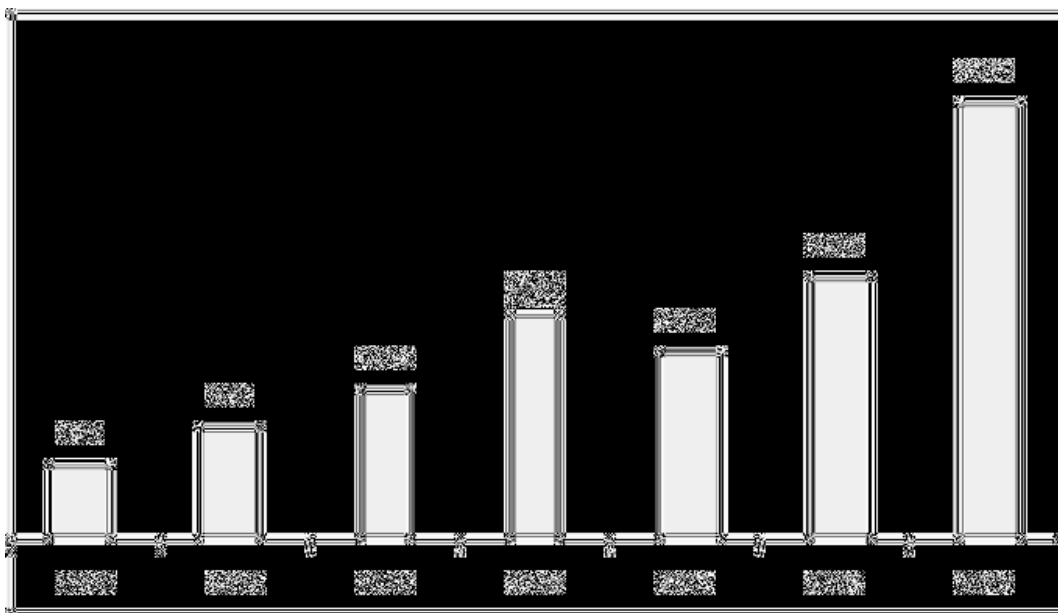
³ Ce théorème, connu sous le nom de "triangle d'incompatibilité" est attribué à l'économiste Robert Mundell.

⁴ Le franc français (franc germinal) a, par exemple, conservé sa parité par rapport à l'or pendant plus d'un siècle, de 1803 à 1914.

que par les flux d'échange. En effet, les mouvements de capitaux liés aux opérations de commerce international et qui transitent par le marché des changes, sont dérisoires par rapport aux flux de capitaux purement financiers et en grande partie spéculatifs. A titre de comparaison, les flux financiers représentent **quotidiennement** plus de 3 000 milliards de dollars alors que le commerce **annuel** de biens et services représente environ 14 000⁵ milliards. En d'autres termes moins de 5 jours de transactions sur le marché des changes couvrent une année d'échanges de biens et services (Figure).

Figure 2 - Transactions journalières sur le marché des changes (milliards de \$)

Avril, enquête triennale



Source : Banque des Règlements Internationaux

L'instabilité des flux financiers, essentiellement spéculatifs comme le relèvent les rapports triennaux de la Banque des Règlements Internationaux, a donc pour effet collatéral l'instabilité des taux de change qui, par ailleurs, alimente en retour les flux financiers destinés à couvrir le risque de change... Depuis sa création, l'euro a atteint son point le plus bas par rapport au dollar américain le 26 octobre 2000 (0,8252) avant de quasiment doubler huit ans plus tard (1,5990), le 15 juillet 2008, sans qu'on puisse en trouver les causes dans les seuls fondamentaux traditionnels (écarts d'inflation et de productivité). Les phénomènes de sous-évaluation et, corollairement, de surévaluation des monnaies sont donc devenus courants et une source de tensions dans les relations économiques internationales⁶. Les pays dont la monnaie est sous-évaluée –la Chine, les

⁵ Source OMC. Chiffres pour 2006. La crise de 2008 a considérablement contracté la valeur des échanges commerciaux mais sans doute aussi, les flux de capitaux.

⁶ Dans un monde où les biens circuleraient librement et sans coûts de transaction, le prix des biens en monnaie internationale devrait s'égaliser partout : 100 dollars qui devraient permettre d'obtenir partout le même "panier" de biens (parité des pouvoirs

USA– bénéficient d'une prime de croissance positive. Les autres –l'Union européenne, le Brésil– d'une prime négative⁷. Ce choix en faveur d'un change flottant ajoute un paramètre supplémentaire aux modèles de choix d'investissement : les anticipations portent aussi sur l'évolution des taux de change. La couverture contre le risque des changes exige la création de nouveaux instruments financiers ce qui, en retour, accroît la circulation financière tout en rendant les montages financiers plus complexes⁸. Il est vrai qu'en contrepartie, les opérateurs n'ont plus à spéculer sur les dévaluations voire sur l'abandon de l'ancrage aux parités fixes (livre sterling en 1992, peso argentin en 2001). On notera au passage que si les spéculateurs n'ont pas parié sur la dislocation de l'euro, les pays non membres, mais liés à l'Euro par le mécanisme de change européen ou un *currency board*, comme le Danemark ou les pays baltes, contraints par le respect d'une parité avec l'euro, ont subi une crise économique et financière plus violente. D'une manière générale, la prédominance d'un système de change flottant a contribué à déplacer les crises financières du marché des changes, comme dans le système de Bretton Woods ou dans le système monétaire européen, aux marchés financiers.

Du point de vue macroéconomique, et par rapport au XIX^e siècle, l'abandon d'un objectif de change et de balance des paiements permet aux banques centrales d'intervenir pour soutenir des objectifs internes, ce qu'elles ont effectivement fait pour stimuler la croissance dans les années 1970, pour lutter contre l'inflation dans les années 1980, pour éviter la déflation et stimuler la croissance après les krachs de 1987 et de 2000-2001, et, depuis le déclenchement de la crise des *subprimes*, pour fournir aux marchés monétaires les liquidités de court terme nécessaires pour remplir le trou laissé par la quasi-disparition du marché interbancaire, quitte, d'ailleurs, à éteindre l'incendie avec de l'essence ; les liquidités répandues aujourd'hui risquent de nourrir la spéculation de demain comme après 1987, comme après 2001... Entre septembre et novembre 2008, le bilan de la banque centrale des Etats Unis est passé de 900 milliards de dollar à plus de 2000 ; c'est plus qu'un doublement en deux mois.

d'achat). Dans la réalité, les écarts restent considérables. Le Renminbi devrait s'apprécier d'environ 500% par rapport au dollar pour approcher ce niveau.

⁷ *Selon la précaution habituelle des économistes "toutes choses égales par ailleurs".*

⁸ *Dès lors qu'il y a anticipation, il y a spéculation. Néanmoins celle-ci ne porte pas, comme en change fixe, sur le décrochage (spéculation contre la livre en 1992 ou contre le peso argentin en 2001) ; par définition, il n'y a donc plus de crise de change dans un système flottant puisque les autorités monétaires se désintéressent du cours, fixé sur le marché des changes.*

Plus de marché et ... plus d'État

A cette différence fondamentale entre les deux mondialisations financières –le régime de change- s'ajoute un paradoxe qui existait sans doute déjà au 19^e siècle mais qui est particulièrement confondant aujourd'hui : une mondialisation financière qui renforce et étend le rôle du marché mais qui repose pourtant sur un acteur qui devrait logiquement en être exclu : l'État.

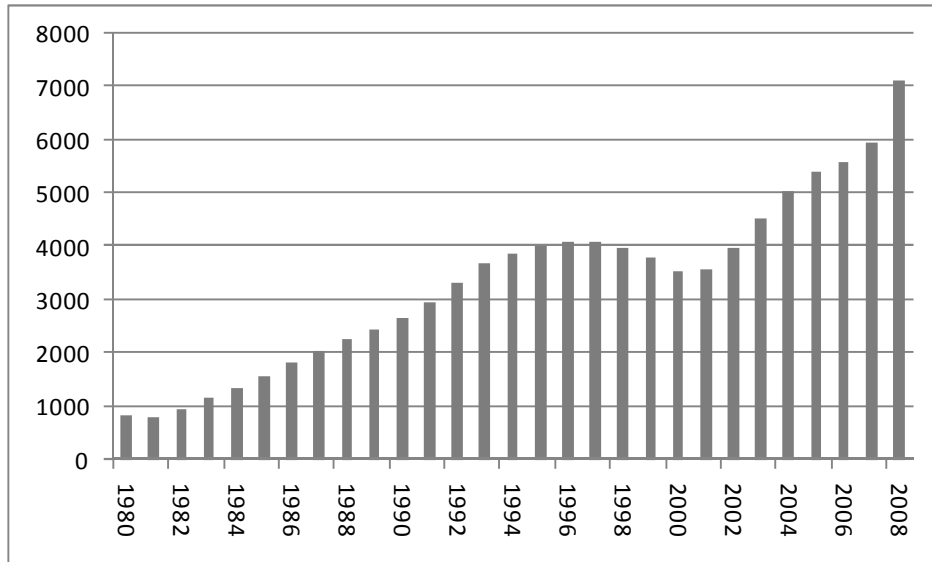
Le **rôle accru du marché** est attesté non seulement par le volume des flux financiers, mais également par la logique même des opérations financières. Le phénomène de *titrisation* est éclairant. Il s'agit de métamorphoser des créances détenues par des institutions financières donc, en principe, non cessibles, en titres négociables et achetés par les investisseurs internationaux notamment les autres banques, les assurances, les *hedge funds*, les *mutual funds* et les fonds de pension. C'est le "modèle octroi puis cession de crédits" (*originate and distribute model*). Au départ, cette titrisation visait à se libérer de l'intermédiation bancaire qui consiste à transformer des dépôts à court terme faiblement ou pas rémunérés en prêts à plus long terme et à meilleur rendement. La titrisation est aujourd'hui généralisée et pratiquée par les banques elles-mêmes, pour les prêts qu'elles peuvent accorder ou pour les créances qu'elles peuvent acquérir. La crise des *subprimes* a été ainsi une crise de la titrisation, de la transformation de créances hypothécaires en titres entrant dans la composition de portefeuilles sophistiqués. Elle s'est propagée de ce compartiment vers les autres supports de la titrisation : des crédits immobiliers aux crédits à la consommation.

Cette logique de marché se retrouve aussi dans la confiance sur ses capacités d'autorégulation. La fonction économique d'un marché est de déterminer un prix qui équilibre une offre et une demande. Mais ce n'est pas tout. Avoir confiance dans les marchés, c'est croire que ce prix reflète la "vraie" valeur des actifs, la *fair value*, fondement des nouvelles normes comptables internationales (IFRS). La crise des *subprimes* a montré qu'on avait oublié un élément : pour qu'il y ait un prix d'équilibre, il faut déjà qu'il y ait une offre et/ou une demande, en l'occurrence, une demande d'actifs financiers. Ceux-ci –adossés à des crédits hypothécaires- se sont révélés tellement douteux qu'ils ont évincé la demande, tarissant ainsi le marché interbancaire et obligeant les banques centrales à injecter massivement des liquidités.

Pourtant, malgré cette extension du domaine du marché, **l'État** est un acteur sans doute plus important aujourd'hui qu'il ne l'était au XIX^e siècle.

L'essentiel des titres échangés sont des titres de la dette publique ou adossés à eux. Sans les déficits publics accumulés depuis quarante ans par les États-Unis, il n'y aurait pas de carburant pour alimenter les marchés financiers.

Figure 3 – Dette publique nette des Etats-Unis (milliards des dollars)



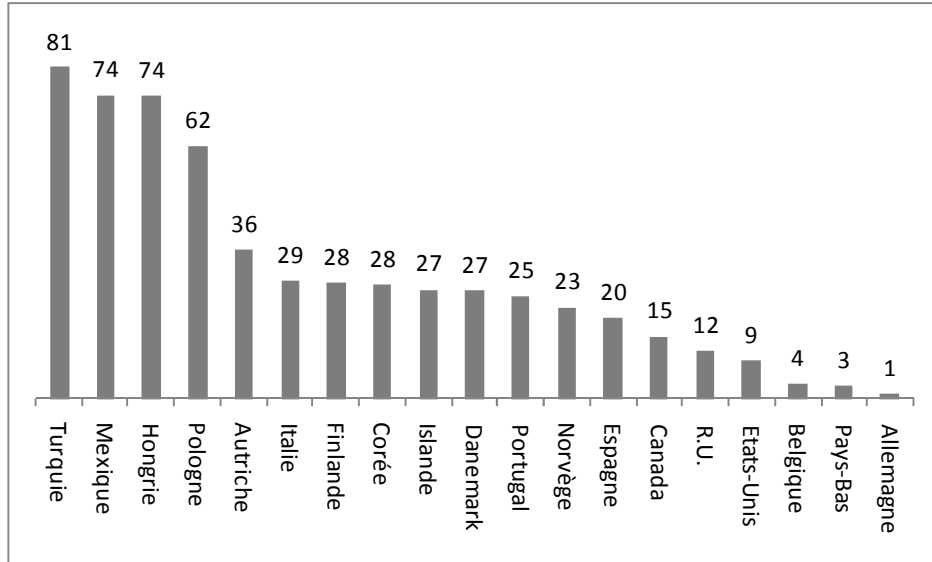
Source : FMI, World Economic Outlook, April 2009.

Les fonds de pension, comme les autres institutions, détiennent ainsi des titres de la dette publique dans des proportions d'ailleurs très variables selon les pays (

Figure 4.). Mais la dette publique n'a pas seulement joué un rôle sur la masse des flux financiers. Elle a aussi, et surtout, ouvert la voie aux innovations financières les plus sophistiquées. En effet, les titres de la dette publique "souveraine" sont à peu près sans risque, du moins lorsque la signature est américaine ou européenne. Elle peut donc être "titrisée" : bons du Trésor- à des taux d'intérêt bas. Ces actifs permettent d'associer dans un même portefeuille ou dans un *mutual fund* (SICAV) ces titres non risqués mais à faible rendement avec des titres qui le sont beaucoup plus mais qui bénéficient d'un rendement espéré plus élevé. L'abondance des titres de la dette publique a donc permis, dans des stratégies de diversification des portefeuilles que les financiers qualifiaient d'« optimales », d'introduire des titres beaucoup plus risqués. Ainsi, selon l'arbitrage risque/rendement adapté aux exigences des investisseurs, des titres peu risqués, comme les bons du trésor, se combineront avec des actifs risqués et même de plus en plus risqués et de plus en plus spéculatifs. Ainsi, de manière contre-intuitive, mais conforme à la réalité, l'augmentation du risque accepté sur certains produits financiers tend à croître avec la quantité de produits financiers peu risqués et par ailleurs, peu rémunérés⁹ comme le sont les titres de la dette publique.

⁹ D'une certaine manière, c'est retrouver l'idée de Minsky (1986) selon laquelle la stabilité, en créant un climat de confiance, encourage finalement la prise de risque et l'instabilité.

Figure 4 - Part (en %) des titres de la dette publique détenus par les fonds de pension relativement au total de leur investissement



Calculs d'après Pension Markets in Focus: November 2007, Issue 4 - © OECD 2007 (figure 6)

Prenons un exemple : dans un monde où il n'existe qu'un seul titre moyennement risqué –une obligation d'une société, par exemple- avec une espérance de rendement de 5% et un certain écart type. En combinant maintenant 75% de bons du trésor américains rémunérés à 4% avec un risque quasiment nul et 25% d'un titre beaucoup plus risqué dont l'espérance de rendement est de 16% , l'espérance de gain passe, par exemple, à 7% pour le même risque (si les programmes informatiques ont bien fait leur travail). La diversification des portefeuilles, rendue possible par la diversification des produits financiers, permet ainsi un risque plus faible pour un rendement donné ou un rendement plus élevé pour un même niveau de risque. Mais la diminution du risque sur certains titres et/ou leur plus faible rémunération conduit à "inventer" des titres plus risqués. Si les risques sont mal estimés ou si les valeurs extrêmes sont négligées¹⁰, la dévalorisation d'un titre devenu douteux ou toxique devient plus probable.

Cette « perte » de valeur est le fait générateur de la crise financière. Les titres les plus risqués sont, en effet, ceux qui se prêtent le mieux à la formation de "bulles" spéculatives qui n'ont pas d'autre destin que d'éclater un jour. Si les 25% de titres risqués investis dans le portefeuille perdent toute valeur, les banques ou fonds de pension doivent enregistrer les pertes subies qui peuvent aller au-delà des capitaux propres –faillite- ou tarir l'accès aux liquidités. C'est la crise des *subprimes*.

¹⁰ Les espérances de gains comme les écarts-types sont des moyennes qui diluent donc le risque d'une valeur extrême du titre qui est zéro.

Le déficit budgétaire est la contrepartie de la dette publique "titrisée" sous forme d'obligations ou de bons du Trésor. Pour un taux d'épargne donné, la contrepartie "jumelle" du déficit budgétaire est le déficit de la balance des paiements. Enfin, la contrepartie de ce déficit dans certains pays est l'excédent des autres. Un des phénomènes majeurs de ce début de siècle est l'accumulation d'excédents courants et donc de réserves, de certains pays émergents ou producteurs de matières premières. Ces excédents, de plus en plus souvent placés dans des fonds souverains, et donc de nature publique, ont, eux aussi, pour objectif d'obtenir une rémunération supérieure aux taux d'intérêt versés sur les bons du Trésor américain et donc à faire entrer dans leur portefeuille des actifs plus risqués. A noter que le fonds souverain le plus ancien, le fonds norvégien n'est rien d'autre qu'un fonds de pension financé par les recettes pétrolières. Ce n'est toutefois pas le cas général¹¹ même si les fonds de pension souverains ou publics tiennent une place de plus en plus importante (

¹¹ Toutes les réserves ne sont pas placées dans des titres de la dette publique. Ainsi la Banque Centrale de Chine aurait placé 380 milliards de dollars sur Fannie Mae et Freddi Mac, institutions privées spécialisées dans le crédit hypothécaire mais ... nationalisées de facto en octobre pour empêcher leur effondrement (in *Le Monde* daté du 17 septembre 2008)

Table 1).

Si les banques centrales assument toujours une fonction de **prêteur** en dernier ressort notamment en injectant des liquidités dans l'économie, ce sont les États qui interviennent comme **sauveteur** en dernier ressort. Le Japon avait montré l'exemple dans les années 1990, en nationalisant banques et institutions financières. La nationalisation est devenue un instrument d'intervention presque banal utilisé par les pays les plus libéraux du Royaume-Uni (*Northern Rock*) aux États-Unis (*Fannie Mae* et *Freddie Mac*).

Table 1 – Taille des fonds de pension "souverains" ou publics dans certains pays OCDE ou non OCDE, 2006

Selected OECD countries	Name of the fund or institution	Founded in	USD millions
Australia	Future Fund	2006	13 678
Canada	Canadian Pension Plan	1997	86 392
Denmark	Social Security Fund	1964	659
Finland	The State Pension Fund	1990	12 929
France	Fond de Reserve des Retraites	1999	39 140
Ireland	National Pension Reserve Fund	2000	23 710
Japan	National Reserve Funds	1959	1 217 551
Korea	National Pension Fund	1988	190 842
Mexico	IMSS Reserve	n.d.	7 392
New Zealand	New-Zealand Superannuation Fund	2001	6 666
Norway	Government Pension Fund: Global	1990	278 124
Poland	Demographic Reserve Fund	n.d.	1 760
Portugal	Social Security Financial Stabilisation Fund	1989	8 330
Spain	Fondo de Reserva de la Seguridad Social	1997	44 875
Sweden	National Pension Funds (AP1-AP4 and AP6)	2000	117 468
United States	Social Security Trust Fund	1940	2 048 112
Total selected OECD			4 097 627
Memo item:			
China	National Social Security Fund and Social Insurance Funds	2001 / 1951	104 350
Jordan	Social Security Corporation	1980	6 023
Pakistan	Employees' Old-Age Benefits	1976	1 822
Saudi Arabia	General Organisation for Social Insurance	1973	8 622
Thailand	Social Security Fund	1990	9 074
Total selected OECD and non-OECD			4 227 518

Source : Markets in Focus: November 2007, Issue 4 - © OECD 2007

II. Qu'attend(ait)-on de la globalisation financière ?

Même si la libéralisation financière répondait à la pression des milieux financiers et des firmes américaines qui souhaitaient pouvoir accéder à des placements à rendements espérés plus élevés, elle relève aussi d'un choix de politique économique où la balance "avantages-inconvénients" du couple indépendance de la politique monétaire-globalisation financière l'a emporté sur le couple indépendance-changes fixes qui était celui des accords de Bretton Woods.

Redoutée à ses débuts (l'époque -1972- ou Tobin préconisait l'introduction d'un "grain de sable" dans le rouage de la circulation de capitaux à court terme), ses avantages seront vite théorisés.

Une meilleure allocation du capital ?

L'argument le plus classique (*néo-classique* au sens de la théorie économique) est que la liberté des mouvements de capitaux permet une meilleure allocation du capital dans le Monde. Le capital se dirigera là où il est le mieux rémunéré, donc, dans un monde de concurrence pure et parfaite, là où il est le plus efficace. Selon la loi de la rentabilité marginale décroissante du capital, les pays qui ont le plus accumulé devraient donc exporter leur capital dans les pays où le stock de capital est le plus faible, c'est-à-dire les pays en développement. A très long terme, les rendements devraient d'ailleurs s'égaliser. Le capitalisme mondial aura contribué au développement.

Par chance, la structure démographique est cohérente avec la distribution du capital. Les pays les plus riches en capital sont aussi ceux dont la population est la plus "mature" et donc, théoriquement, la plus épargnante. Il s'agit, en effet, pour les ménages, d'accumuler de l'épargne pour financer l'inactivité future¹². Ces pays auraient donc tout intérêt à exporter leur excès d'épargne vers les pays les plus jeunes et ainsi contourner les effets du rétrécissement démographique. Le jeu serait gagnant-gagnant : les populations jeunes –et pauvres- bénéficieraient de l'effet de levier de la dette et les populations mûres des pays développés jouiraient de meilleures pensions du fait de la rentabilité plus élevée de leurs placements. Les fonds de pension seraient, l'institution adéquate pour mettre en œuvre cette allocation optimale de l'épargne, c'est-à-dire ce transfert d'épargne des pays matures vers les pays jeunes.

Dans les faits, le scénario ne s'est pas déroulé ainsi. Les flux de capitaux ont longtemps été des flux Nord-Nord avant de devenir des flux ... Sud-Nord. Ils n'ont jamais été significativement des flux Nord-Sud malgré l'attrait de certains marchés émergents devenus d'ailleurs eux-mêmes vieillissants¹³. Les fonds de pension eux-mêmes, a priori les plus intéressés par le décalage démographique entre le Nord et le Sud, ne se sont pas précipités vers les pays les plus jeunes.

Un excès d'épargne dans les pays développés "matures" aurait eu pour contrepartie un excédent de leur balance courante et donc un déficit des pays plus jeunes, émergents ou en développement. Tel n'est pas le cas. Le déficit courant des États-Unis (673 milliards de dollars en 2008) est couvert par l'excédent de la Chine, du Japon et de l'Arabie saoudite (736 milliards de dollars à eux trois). En 2008, le déficit courant des pays avancés était de 465 milliards de dollars alors que l'excédent des pays émergents et en développement était de 714 milliards¹⁴.

De toute façon, le décalage démographique a évolué : les pays démographiquement les plus murs dans les années 1980-90 commencent à affronter la phase de « désépargne » (le *papy boom*) alors que les pays émergents voire en développement, atteignent la phase de maturité qui contribue

¹² *Théorie du cycle de vie de Modigliani.*

¹³ *Robert Lucas (1990) a essayé de donner quelques explications à ce paradoxe : erreurs dans la mesure de la productivité du capital humain, externalités positives associées au capital humain, marchés de capitaux imparfaits et différemment exposés aux risques).*

¹⁴ *FMI, World Economic Outlook database, avril 2009.*

d'ailleurs à expliquer des taux d'épargne relativement élevés. Le coche de l'allocation démographiquement optimale de l'épargne mondiale a été manqué.

En réalité, la spéculation, en accroissant la valeur des patrimoines, dispensait les ménages d'épargner. Il suffisait de laisser s'apprécier son patrimoine et même de s'endetter à des taux d'intérêt relativement bas et donc à fort potentiel d'"effet de levier" ¹⁵ pour se constituer un patrimoine et continuer ainsi à consommer, quitte à laisser se dégrader une balance courante financée par le paysan chinois, le dentiste japonais ou le Prince saoudien.

Une meilleure allocation du risque ?

Une seconde série d'arguments évoquée pour justifier la libéralisation des mouvements de capitaux a été une meilleure gestion des risques. La globalisation financière devait, en effet, permettre à la fois une plus grande diversification des placements et une meilleure allocation des risques. Puisque certains risques sont spécifiques à des pays (c'est une des explications du paradoxe de Lucas) une diversification internationale des portefeuilles aurait dû permettre de réduire le risque global (Solnik 1998). Mais, cette fois encore, cet optimisme se heurte à la réalité et à la logique des faits. Il contredit d'abord le concept même de globalisation qui veut ... qu'il n'y ait plus de marchés nationaux mais seulement un marché mondial. Le risque spécifique des marchés nationaux tend donc à s'effacer par rapport au risque de marché global. De plus, le risque n'est pas un phénomène exogène au marché financier : plus d'instruments de couverture signifie aussi que des titres plus risqués peuvent être émis et circuler.

Cette diversification des instruments de placement devait aussi permettre une allocation optimale du risque c'est-à-dire une localisation dans les institutions –et les pays- censés les plus aptes à le gérer. Cette question de l'allocation du risque est d'ailleurs permanente dans le débat sur les fonds de pension. Doit-il être supporté par l'employeur dans le régime à prestations définies ou par les employés dans un régime à cotisations définies ? Le fait que certaines innovations financières, comme les produits dérivés, permettent à certaines institutions de se décharger du risque implique en contrepartie l'existence d'investisseurs –comme les *hedge funds*- qui l'acceptent. Là encore, la crise financière montre qu'on a très fortement surestimé la capacité de certaines institutions d'assumer les risques qu'elles prenaient, notamment parce qu'elles les évaluaient mal ou que certains effets pervers pouvaient conduire les dirigeants à s'écarter délibérément de l'optimum. Quand tout va bien, prendre plus de risques conduit à plus de profits et donc à une meilleure rémunération des *traders* et des dirigeants sans symétrie lorsque les spéculations tournent mal. L'insuffisance de sanctions en cas de retournement biaise les décisions en faveur d'une prise de risque excessive. Les institutions les plus spécialisées ont aussi été les plus touchées par la crise.

Une plus grande dilution des chocs

Une troisième série de raisons, un peu différente de la précédente, repose sur l'idée selon laquelle plus un marché est étroit, plus les perturbations sont importantes. Si la globalisation est l'intégration des marchés dans un vaste marché global, les chocs –faillite bancaire, *krach* boursier- devraient être mieux absorbés et donc leurs effets atténués. Cette fois encore, le

¹⁵ L'effet de levier est relatif à la différence entre le rendement du capital et le taux d'intérêt.

scénario n'a pas fonctionné. Depuis les années 1970, le monde a connu une série de crises financières et bancaires d'une grande ampleur dont 3 krachs boursiers (1987, 2000, 2008) et plusieurs crises bancaires souvent liées, d'ailleurs, à des crises immobilières (1990, 2007). Un marché global signifie que *Wall Street* est connecté à Londres et Francfort aussi bien qu'à São Paulo et Shanghai. Les perturbations se propagent et raflent au passage toutes les faiblesses qu'elle rencontre déclenchant ainsi un "effet papillon" (le battement d'aile d'un papillon à New York déclenchant un séisme à Shanghai). L'effet d'absorption a donc été plus que compensé par l'effet de contamination. Même si en soi, les sommes engagées dans les *subprimes* sont limitées géographiquement (États-Unis) et en volume, elles représentaient un montant suffisant pour grever les capitaux propres des institutions concernées, les menacer de faillite et ainsi soulever le spectre d'une crise systémique mondiale.

III. Où va la globalisation financière ?

Si, aujourd'hui, la réponse quasi unanime (mais pour combien de temps ?) est que la globalisation a été trop loin, la principale question reste ouverte : que faire ?

Après chaque crise financière, l'évidence de la nécessaire réglementation s'impose pour être quasi-immédiatement oubliée dès que la crise est surmontée. Et d'ailleurs, réglementer, oui, mais quoi et comment ?

La crise actuelle serait née d'une insuffisante réglementation. Elle est plutôt née de la volonté de les contourner au prix souvent, d'une plus grande opacité, de l'éclosion des places *off-shore*, de la fraude. La réglementation est sans doute nécessaire mais il ne faut ni surestimer son efficacité, ni oublier les opportunités de contournement qui aggravent le problème plutôt qu'elle ne les résoud.

A marché global, régulation mondiale ?

Le premier problème de la réglementation est d'abord lié au fait que la globalisation économique s'est réalisée sans gouvernance globale identifiée. Cela ne signifie pas l'absence de gouvernance, mais celle-ci est ponctuelle et imposée par les circonstances. Dans la crise financière actuelle, la gouvernance globale n'est en fait que la superposition de gouvernances nationales, incarnées par les banques centrales et les États qui coordonnent plus ou moins leurs actions. La mondialisation qui fait de nos institutions financières des organisations mondiales qui agissent sur des marchés intégrés implique une réglementation qui soit elle aussi mondiale. Encore faut-il un certain consensus entre les pays, les pays développés mais également les pays émergents et... les pays *off shore*.

Le FMI, qui se trouvait à court d'activité depuis que la plupart des pays émergents avaient remboursé leur dette, est appelé à la rescousse. Il apparaît, pour certains, comme le sauveur miraculeux. Les ressources dont il dispose sont pourtant dérisoires par rapport aux liquidités injectées par les banques centrales et son pouvoir de réglementation sur les institutions privées est quasiment nul. Certes le G20 de Londres (avril 2009) a prévu une très significative augmentation des ressources du FMI, mais celles-ci risquent d'être disponibles lorsque l'ordre du jour sera davantage d'éponger la surliquidité de l'économie mondiale que de répandre de nouveaux crédits.

L'émission de DTS¹⁶ va gonfler l'actif de banques centrales qui a souvent déjà été gonflé par le « rachat » d'actifs plus ou moins douteux cédés par un système bancaire exsangue. Le FMI doit, de toute façon, transiter par les administrations nationales, Trésor, Ministère des finances et, une fois encore... banques centrales. De ce point de vue, la Banque des Règlements Internationaux, banquier des banques centrales, est sans doute l'institution la mieux placée pour assurer la coordination entre les autorités nationales, même si elle a été oubliée par le G20. C'est sous son auspice qu'un des rares consensus a été défini et appliqué, les fameuses normes prudentielles de Bâle qui établissent un ratio (*Cooke* dans Bâle I et *McDonough* dans Bâle II) entre les fonds propres et la quantité d'actifs risqués des banques à dimension internationale, ratios qu'appliquent une centaine de pays mais qui, par définition excluent les places *off shore* de type Iles Caïman.

Réglementation internationale, certes : aux marchés mondiaux doivent correspondre des réglementations mondiales. Mais, derrière cette exigence, se dissimule parfois une certaine forme de désengagement des responsables : "*nous ne pouvons rien faire à notre niveau, voyez du côté du FMI ou de la BRI...*". Pourtant, la globalisation n'a pas effacé les réglementations nationales. Il est même possible qu'elles soient aujourd'hui plus hétérogènes qu'elles ne l'étaient dans les années 1960 et 1970. Le cas des fonds de pension est assez évocateur puisque le niveau et la nature des réglementations sont très variables selon les pays. Très réglementés là, ils le sont beaucoup moins ailleurs. Cette hétérogénéité conduit à des institutions très différentes entre les pays : le modèle européen de banque généraliste, voire universelle, s'opposant au modèle de banques spécialisées aux États-Unis qui a d'ailleurs vu disparaître 3 de ses 5 premières banques d'investissement. Si réglementation il doit y avoir, c'est au niveau des institutions qu'elle devra être renforcée ou révisée. Les fonds de pension, pour l'instant assez peu touchés –relativement– par la crise financière, sont souvent confondus, à tort, avec d'autres institutions financières comme les *hedge funds* ou les *mutual funds*. Ils sont, en général, plus réglementés et ne relèvent pas du capitalisme financier traditionnel même si les fonds de pension tendent à transformer des salariés en capitalistes passifs.

Quelle réglementation?

La réglementation vise à empêcher des investisseurs privés, et pourquoi pas publics, de prendre des risques trop élevés ce qui pose des problèmes techniques –comment mesurer le risque ?-, métaphysique –quel niveau de risque est acceptable ?- et éthique –pourquoi empêcher les individus de prendre des risques même inconsidérés ?-. La justification d'une réglementation tient à la fois à la protection des crédoeurs -déposants dans les banques, salariés dans les fonds de pension- et aux graves conséquences des faillites susceptibles de déclencher un effet "boule de neige" : le risque systémique. Sur le premier point, la crise financière, n'a pas, pour l'instant, démontré une sous-réglementation manifeste : pas de ruine de déposants ou d'épargnants, relative résistance des fonds de pension (qui, néanmoins, pourraient vivre assez mal la faillite de certains *hedge funds*¹⁷).

¹⁶ Droits de Tirages Spéciaux émis par le FMI, figurant à l'actif des Banques centrales et permettant d'acquérir des devises.

¹⁷ Les fonds de pension détiendraient 14% des capitaux placés dans les *hedge funds* (in *Le Monde* du 23/09/08 d'après l'*International Financial Services London Hennessee Group LLC*).

La crise des *subprimes* a également montré que, dans certains cas, la protection des débiteurs était nécessaire, pas uniquement pour des raisons éthiques ou sociales mais tout simplement parce que les crises financières naissent du défaut des débiteurs. Laisser se développer des prêts immobiliers, sans apports personnels et avec des taux d'intérêt variables, créait un risque de défaut d'autant plus prévisible que la crise financière et immobilière des années 80-90 reposait sur les mêmes mécanismes. Le prix de l'immobilier était parvenu à un niveau tellement élevé et les taux d'intérêt à un niveau tellement bas que le retournement devenait inévitable. De même que les arbres ne montent pas jusqu'au ciel, les bulles spéculatives ont, de tous temps, fini par éclater.

Revenir aux origines?

L'appel incantatoire à la re-régulation de la finance, tout aussi fondé soit-il, est insuffisant. Il faut, en effet, remonter vers l'amont.

Comme nous l'avons vu, l'expansion du finance globale a trouvé son origine dans l'expansion des dettes publiques "titrisées" desquelles découlaient une multitude de produits financiers d'autant plus risqués que les taux d'intérêt étaient bas et que les politiques monétaires étaient débarrassées de la contrainte de taux de change et de balance des paiements. Une fois encore, la crise des *subprimes* n'est pas seulement une crise du financement à haut risque et de l'irresponsabilité des financiers, c'est l'effondrement d'un système qui, parce qu'il pouvait capter une épargne mondiale surabondante, a cru pouvoir se passer d'épargne nationale en s'imaginant que la charge de la dette se dévaloriserait d'elle même grâce à une hausse du prix des actifs plus virtuelle que réelle.

Si le FMI n'est certainement pas l'institution la mieux placée pour réguler les institutions financières, il l'est davantage dans sa mission traditionnelle qui est de surveiller les politiques macro-économiques. La plus grande carence du système de gouvernance mondiale n'a pas seulement été de laisser faire tous les excès listés aujourd'hui dans les journaux et que nous connaissons bien. Il a été de ne pas remplacer l'ancienne contrainte de taux de change, prix fixe auquel s'ajustent l'ensemble des prix mondiaux, par d'autres obligations en matière, notamment, de déficits publics, de financement externe, de balance des paiements. Cette réglementation internationale pèserait sur leur niveau, certes, mais aussi sur leur mode de financement. Le problème des États-Unis est moins, en effet, le niveau de ce déficit que son financement par l'épargne étrangère. Sans préconiser un Maastricht mondial, peut-être conviendrait-il de faire jouer au FMI le rôle qui lui avait été confié : veiller à un équilibre macroéconomique compatible avec la croissance, assurer une meilleure coordination des politiques économiques et sanctionner les déséquilibres qui menacent la stabilité des marchés financiers et la stabilité des taux de change. Imposer aux grands pays débiteurs, que leur dette publique soit libellée non en monnaie nationale mais en devises est une des pistes ouvertes pour resserrer les contraintes sur les politiques macro-économiques et qui ont, dans le passé, davantage été imposées aux pays émergents et en développement, qu'aux pays « leaders ».

IV. Conclusion

Les krachs boursiers de 2001 et de 2008 ont confirmé les risques d'un système de retraite par capitalisation surexposé à l'instabilité des marchés. Les fonds de pension ne peuvent s'abriter des soubresauts de la globalisation financière non seulement parce que l'attrait de l'internationalisation des placements est le plus fort, mais également parce que les titres nationaux, ne sont pas eux-mêmes des sanctuaires isolés de la volatilité des marchés mondiaux. Le contrôle par l'Etat ne change pas grand-chose à l'affaire. Le fonds souverain norvégien, censé couvrir les pensions du royaume, n'a pas échappé à la réduction de la valeur de ses actifs. En France, un des seuls pays à laisser aux fonds de pension un rôle marginal, ces crises ont contribué à réorienter le débat vers les paramètres du système par répartition délaissant celui de l'opportunité des systèmes par capitalisation.

L'instabilité des marchés financiers est une donnée historique. Les réglementations qui ont suivi la crise de 1929 associées aux contrôles des mouvements de capitaux exigés par le système de Bretton Woods, ont certes permis d'exonérer les « trente glorieuses » de ces crises récurrentes. Mais elles n'ont pas su empêcher les crises de change, la surliquidité de l'économie mondiale et l'inflation qui atteignaient la légitimité même des contraintes réglementaires.

Comme l'écrivait Keynes, l'instabilité financière des marchés est bien le fait de comportements micro-économiques moutonniers et mimétiques. Mais ceux-ci ne peuvent s'exprimer qu'à la suite de déséquilibres macroéconomiques qui, dans la crise actuelle, trouvent d'abord leur origine dans les déséquilibres américains qui ont introduit un mécanisme vicieux de surliquidité mondiale favorable à l'inflation d'actifs, donc de spéculation « exubérante » (pour reprendre l'ancien Président de la banque centrale américaine, Alan Greenspan), donc l'éclatement de la « bulle », donc la crise financière, à laquelle répond une émission de monnaie qui reproduit, en l'aggravant, les racines mêmes de la crise financière.

Il ne faut pas surestimer la mémoire des marchés financiers et croire qu'après la très violente crise de 2008-2009, le monde ne sera plus comme avant. Lorsque les quantités invraisemblables de liquidité émises depuis 2007 et, plus encore, depuis septembre 2008, se retrouveront dans les circuits économiques, que les banques auront retrouvé de hauts niveaux de profit, que les marchés d'actifs s'envoleront de nouveau, les mêmes erreurs seront commises.

La question aujourd'hui est donc : quand aura lieu la prochaine crise financière ?

BIBLIOGRAPHIE

- Baldwin Richard. et Martin Philippe, 1999, Two waves of Globalization, superficial similarities, fundamental Differences, NBER working paper n°6904
- Davis E Philip, 2005, Pension Fund Management and International Investment – A Global Perspective, www.zen13767.zen.co.uk/penintinv5a.pdf
- Lucas Robert, 1990, "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries ?", *American Economic Review*, 80, may : 92-6.
- Minsky Hyman, 1986, *Stabilizing an unstable economy*, New Haven : Yale University Press.
- Obstfeld Maurice et Taylor Alan, 2003, "Globalization and Capital Markets", in Bordo Michael, Taylor Alan et Williamson Jeffrey (eds), *Globalization in Historical Perspective*, Chicago: University of Chicago Press.
- OECD, 2007, *Pension Markets in Focus*, November, Issue 4.
- OCDE, 2008, *Le Point sur les Marchés des Pensions*, Décembre 2008, Numéro 5
- Solnik Bruno, 1998, *International Investment*, Addison-Wesley, Reading, Mass
- Taylor Alan, 1996, *International capital mobility in history: the savings-investment relationship*. NBER Working Paper No. 5743.