

16/11/1999

QUELQUES REFLEXIONS SUR L'EVOLUTION DU SYSTEME FINANCIER INTERNATIONAL

par Jacques de Larosière

Concours du Meilleur Mémoire Financier - 1999

Paris, Novembre 1999

Ayant assisté, depuis plus de trente ans, aux réunions annuelles du Fonds Monétaire International et de la Banque Mondiale, j'ai pensé que, dans une perspective tracée à grands traits, il était intéressant de se pencher sur l'évolution des thèmes retenus dans ces assemblées au cours des décennies passées. Le prisme de la rhétorique a parfois le mérite de révéler, tout en les déformant, des réalités fondamentales.

On se souvient que, dans les années 60 et 70, on parlait surtout :

- des dangers de l'inflation,
- et, conjointement, de la nécessité de réduire les déficits budgétaires.

Puis, dans les années 80, comme on n'avait pas ou peu écouté les recommandations sur la discipline budgétaire, on insistait sur les dangers de l'explosion de la dette publique (interne et externe).

Aujourd'hui, les deux thèmes dominants sont :

- les excès de l'endettement du secteur privé,
- et la nécessité d'assainir et de renforcer les systèmes bancaires, notamment dans les pays émergents.

On est donc passé d'un couple de préoccupations «budgets publics/inflation » à une préoccupation plus systémique : «Comment éviter l'endettement excessif du secteur privé et améliorer le fonctionnement des institutions financières ? ».

En quelque sorte, les thèmes de ces assemblées annuelles se sont privatisés et globalisés. C'est que le monde a, en fait, profondément changé pendant cette période.

J'essaierai très brièvement de synthétiser quelques grands traits de cette évolution.

I- LE FONCTIONNEMENT DU SYSTEME FINANCIER INTERNATIONAL EST FORTEMENT INFLUENCE PAR LES RESULTATS POSITIFS DE LA POLITIQUE ANTI-INFLATIONNISTE MENEES AU COURS DES DEUX DERNIERES DECENNIES, PAR UN MOUVEMENT DE LIBERALISATION SANS PRECEDENT, MAIS AUSSI PAR LES CONSEQUENCES ENCORE PRESENTES DES ERREURS MACROECONOMIQUES DES ANNEES 60 ET 70 :

1. La politique de modération de la hausse des prix des biens et des services a fait des avancées considérables.

Elle a eu des conséquences fondamentales sur le système et les comportements financiers en mettant fin à l'illusion monétaire et aux perversions des taux d'intérêts réels négatifs si fréquents dans les années 70.

2. Le second facteur de bouleversement a été la dérégulation financière, la disparition des contrôles des changes et la libéralisation des mouvements de capitaux.

On est passé d'un monde compartimenté où les mouvements de capitaux, pour l'essentiel, « accompagnaient » les flux physiques des biens et des services, à un monde ouvert où les flux de capitaux dominent les marchés par leur taille et leur vélocité.

La révolution de la communication et des moyens informatiques a puissamment amplifié ces changements.

3. Mais les déséquilibres macroéconomiques des années 60/70 continuent, à travers les phénomènes d'endettement, d'influencer la réalité d'aujourd'hui.

Les déficits budgétaires des décennies passées se sont traduits par l'accumulation de dettes publiques considérables.

Dans un monde où l'inflation des prix et des services est de plus en plus contenue, où les mouvements de capitaux sont libres, et où les épargnants peuvent choisir la monnaie de leurs placements, la capacité des gouvernements de régler leurs dettes en monnaie dévalorisée a disparu. Les Etats doivent payer des taux d'intérêts réels positifs pour pouvoir emprunter. Cette nouvelle et dure réalité a conduit les gouvernements à s'engager dans la réduction de leurs déficits en limitant l'accroissement des dépenses publiques, en intensifiant la pression fiscale, et en entreprenant un mouvement de privatisations sans précédent. L'objectif

étant, par la réduction des déficits, de contenir puis de diminuer le poids de la dette publique dans l'économie.

Bien que cette entreprise de « réparation structurelle » des budgets soit loin d'être partout achevée -notamment en Amérique Latine-, elle commence à prendre corps. Nombre de pays industrialisés (hormis le Japon) et de pays émergents connaissent aujourd'hui un équilibre, voire un excédent, de leur budget primaire (sans les charges financières). Ainsi, le solde financier primaire des pays de l'Union Européenne est passé de - 2,2 % du PIB en 1982, à + 2,1 % en 1999, soit un « swing » de plus de quatre points. En ce qui concerne les Etats-Unis, l'écart a été de plus de cinq points (de - 1,7 % à + 3,4 %), pendant la même période.

Il en résulte que là où la « réparation » n'est pas encore achevée, la politique budgétaire est aujourd'hui plus contrainte pour des raisons structurelles qu'elle ne l'était, et n'est plus aussi aisément utilisable que dans le passé en tant qu'instrument d'ajustement conjoncturel. Ceci donne à la politique monétaire une responsabilité accrue.

II- CETTE NOUVELLE DONNE -FAIBLE INFLATION DES BIENS ET DES SERVICES, LIBERTE DES MOUVEMENTS DE CAPITAUX, ET FINANCES PUBLIQUES « EN VOIE DE REPARATION »-, ENTRAINE A SON TOUR -OU S'ACCOMPAGNE- D'UN PROFOND CHANGEMENT DANS LA MANIERE DONT FONCTIONNE LE SYSTEME FINANCIER INTERNATIONAL :

1. Les mouvements de capitaux privés constituent l'essentiel du mode de financement de l'économie mondiale.

Au cours des années 70, les flux nets de capitaux à destination des pays émergents étaient de l'ordre de 100 milliards de dollars par an, en dollars d'aujourd'hui, dont 50 % environ provenaient de sources publiques.

En 1996 (avant la crise de l'Asie du Sud-Est), les chiffres avaient triplé. L'ordre de grandeur était de 300 milliards de dollars, mais ce qui est peut-être le plus significatif, c'est que la quasi totalité de ces flux provenaient de sources privées (marchés, crédits, investissements directs). Depuis, les banques commerciales ayant réduit leurs apports nets annuels d'une centaine de milliards de dollars, et les concours publics se situant autour de 40 milliards de dollars, le montant total des financements nets s'élève à 200 milliards de dollars environ dont la moitié proviennent des investissements directs qui se sont montrés l'élément le plus stable.

2. Parallèlement, on constate que c'est le secteur privé qui constitue l'acteur central de la scène macroéconomique, mais aussi le point de mire des crises financières.

Avec la réduction de la place des budgets publics dans les PIB de nombre de pays, on constate que les déséquilibres des balances des paiements courants sont essentiellement provoqués par le secteur privé. Aux « twin deficits » du passé ont succédé les déficits privés. Ce phénomène était particulièrement net en Asie du Sud-Est. Les budgets de l'Indonésie, de la Corée et de la Thaïlande connaissaient des excédents substantiels au cours des années 95/96. Mais ces excédents s'accompagnaient de déficits prononcés des balances des paiements courants de ces pays. Et c'est le financement de ces déficits, au moyen d'une explosion de crédits de plus en plus courts et volatils, qui a provoqué les bulles boursières et la crise de change de 1997.

En d'autres termes, on a assisté, du fait de la croissance excessive du crédit au cours de ces dernières années, à un déplacement du couple : «Déficit budgétaire/Inflation des biens et services » vers le couple : «Insuffisance d'épargne privée/inflation des prix des actifs ».

C'est un changement fondamental dans la donne macroéconomique. Ce changement implique que la responsabilité de la politique monétaire, et en particulier de la maîtrise de la croissance des crédits, est devenue plus essentielle que jamais.

III- IL EN RESULTE PLUSIEURS IMPLICATIONS POUR LE FONCTIONNEMENT ET LA SURVEILLANCE DU SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL :

1. Le système bancaire doit être renforcé, assaini et mieux équipé pour gérer ces risques.

L'accélération, au cours des années 90, de l'endettement du secteur privé des pays émergents s'est traduite, dans nombre de cas, par des investissements spéculatifs avec des hausses de valeurs boursières et immobilières insoutenables.

Ce n'est pas tant la libéralisation des mouvements de capitaux qui pose problème, mais la combinaison de cette libéralisation et de l'existence de systèmes bancaires et financiers insuffisamment capables de gérer les risques de manière professionnelle, objective et non politique.

Une tâche immense et coûteuse est donc ouverte aux autorités monétaires nationales et multilatérales, aux régulateurs, à ceux qui sont chargés de la surveillance bancaire, aux agences de notation, et surtout aux institutions financières elles-mêmes. A la « réparation des finances publiques » s'ajoutent désormais la réhabilitation, l'assainissement et la recapitalisation des institutions financières dans nombre de pays. Les expériences des dernières années montrent que l'apurement des situations bancaires détériorées peut coûter typiquement jusqu'à 10 % de PIB pour un pays donné.

2. La conduite de la politique monétaire est de plus en plus complexe.

Elle doit prendre en compte, non seulement l'évolution des agrégats monétaires et du crédit, les tendances de l'inflation des prix des biens et des services, mais aussi l'inflation des actifs boursiers et immobiliers et des « effets-richeesse » qui en résultent.

Dans un environnement financier en pleine mutation, où le marché prend le pas sur l'intermédiation bancaire, où les non-banques prolifèrent, où les défauts de paiements des entreprises ayant recours au marché augmentent de façon considérable, et où l'innovation financière crée sans cesse de nouvelles formes de crédits, la surveillance du crédit devient un défi majeur. Comme le disait J. Laurence Laughlin dans « Credit of the Nations » : « l'inflation monétaire est le symptôme, l'inflation de crédit est la maladie ».

Dans un monde où la psychologie des consommateurs est, dans certains pays, et notamment aux Etats-Unis, si profondément dépendante de l'évolution des actifs boursiers, et où la valeur des collatéraux -elle-même très volatile- a une incidence directe sur le volume des crédits et la consommation, on conçoit que la tâche des autorités monétaires soit ardue. Elle l'est d'autant plus que l'inflation est de plus en plus difficile à définir. Limitée aux biens et services courants, la définition perd de sa portée dans un monde dominé par les marchés financiers et où les prix de la consommation future (reflétés par les prix des actifs financiers) présentent un intérêt essentiel. Mais, étendue aux actifs financiers, cette définition de l'inflation pose de délicats problèmes de concept, de mesure et d'interprétation.

Comment évaluer la rentabilité à moyen terme des entreprises et sa relation à la valeur des actifs boursiers ? Est-elle diminuée comptablement par le passage en charges des dépenses informatiques ? Est-elle augmentée artificiellement par le passage en une fois des provisions de restructurations et par le traitement comptable du « good will » en cas de

fusions et celui des stocks-options ? Dans un monde où les investisseurs et bon nombre d'analystes escomptent -je devrais dire «exigent »-, chaque année, un rendement de 15 à 20 % sur fonds propres, le rachat d'actions par les entreprises est un moyen tentant de valoriser leurs titres. Mais il faut prêter attention aux risques d'endettement que recèle souvent cette pratique. Autant de problèmes qui ne se posaient guère, il y a quelques années, aux autorités monétaires.

3. Enfin, la gestion des taux de change apparaît de plus en plus aléatoire.

C'est évidemment le taux de change qui reflète le solde des mouvements de capitaux, et l'opinion qu'ont les marchés quant au caractère soutenable du financement des déficits courants.

C'est le fusible du système. Dans un monde où les balances des paiements et les monnaies sont encore nationales, où les prix des biens et services courants et les salaires sont relativement rigides, et où les mouvements de capitaux sont puissants, libres et volatils, la flexibilité de ce fusible apparaît indispensable.

Cette flexibilité entraîne, cependant, des conséquences économiques qui peuvent être très négatives sur la stabilité économique et financière de tel ou tel Etat. Les grands ensembles monétaires sont relativement mieux protégés de ces répercussions lorsqu'ils sont commercialement très intégrés. C'est le cas des Etats-Unis et de l'Union Européenne.

Mais le cas se pose surtout pour des pays moyens et petits ouverts sur l'extérieur. Quand ils sont sages -et a fortiori lorsqu'ils le sont moins- ils peuvent être affectés par l'euphorie ou la mode du moment qui leur apporte des flux positifs, et ravagés, plus tard, par la sortie de ces mêmes capitaux qui peut se produire violemment à tout moment à la suite d'une crise politique, d'une mauvaise nouvelle ou d'un phénomène de contagion régionale. On a vu ces phénomènes se déchaîner l'année dernière.

A certains égards, les petits pays exemplaires sont parmi les plus malmenés. Quelles sont leurs options ? Un retour au contrôle des changes ? Je ne le pense pas, encore qu'une meilleure maîtrise de l'endettement à court terme des entreprises et des systèmes bancaires locaux soit, à mon sens, indispensable. Mais du point de vue du régime des taux de change, quelle devrait être leur voie ? Le rattachement (ou, éventuellement, l'ancrage par un Currency Board) à un monnaie étrangère ? Ou le flottement libre ? Ou la constitution d'une zone monétaire ? C'est sans doute dans cette troisième direction -déjà

perceptible, par exemple, en Europe de l'Est où un certain nombre de pays convergent vers l'euro- que nous verrons s'orienter, dans les années à venir, le système monétaire international.

Pour conclure, je dirai que le système financier international restera d'autant plus fragile et volatile que les excès du crédit et la faiblesse de l'épargne privée que l'on constate dans nombre d'économies, entraîneront des déséquilibres majeurs de balances des paiements, déséquilibres dont les modalités de financement sont aléatoires et dépendent elles-mêmes des sentiments du marché et de sa perception des risques encourus.

En d'autres termes, l'ancienne notion « d'ajustement » -qui demeure, en fin de compte, le leitmotiv de trente ans de réunions annuelles du FMI- continuera de rester à l'ordre du jour, même si l'environnement et la source des déséquilibres ont, comme j'ai tenté de le montrer, profondément changé au cours des ans.

J. de Larosière