



***Société d'Economie Politique***

***18 décembre 2007***

## **Réflexions sur la stabilité financière internationale**

**par Christian Noyer,**

**Gouverneur de la Banque de France**

Nous vivons, sur les marchés financiers, une période particulière. Les événements se déroulent encore sous nos yeux. Tirer, aujourd'hui, des conclusions serait certainement prématuré. Mais il n'est pas trop tôt pour réfléchir et nous interroger. Dans une certaine mesure, les turbulences que nous connaissons actuellement montrent combien la mondialisation a transformé le système financier international. La mondialisation financière n'est pas un phénomène nouveau, mais par son ampleur et sa nature, la phase actuelle est sans précédent. C'est dans cette perspective que je situerais mes réflexions.

Je reviendrai d'abord sur l'accélération de la mondialisation financière, puis sur ses conséquences, avant de vous proposer pour finir quelques réflexions sur les défis posés par les turbulences actuelles pour la stabilité financière internationale.

### ***L'accélération de la mondialisation financière***

Trois facteurs, qui se renforcent mutuellement, expliquent cette accélération.

Le premier, et probablement le plus important, est l'innovation financière. Elle se manifeste par l'apparition de nouveaux produits et services financiers, ce qui a rendu les marchés financiers plus "complets" : grâce aux avancées de l'ingénierie financière, il est désormais possible de démembrer le risque attaché à un actif et de recombinaison ses éléments à volonté, en fonction du profil spécifique à chaque investisseur. L'émergence des produits dérivés, et le développement de modèles mathématiques appropriés à leur valorisation, a fortement accru la gamme des risques négociables,

ouvrant de nouvelles et vastes perspectives aux stratégies de couverture. Les institutions financières sont désormais en mesure de gérer activement leurs positions et de transférer certains risques aux investisseurs les mieux à même de les assumer. Par cette voie, également, les marchés s'internationalisent car, dans l'ensemble, les investisseurs sont davantage disposés à investir à l'étranger, sachant qu'ils peuvent, sans obstacles techniques, optimiser dans ce cadre leur couple rendement/risque.

En second lieu, les économies deviennent de plus en plus ouvertes financièrement, en particulier, mais pas seulement, dans les pays émergents. Dans la plupart des pays, la libéralisation financière et la déréglementation ont ouvert l'économie aux investissements extérieurs, y compris les investissements de portefeuille. Des politiques de change plus flexibles, la libéralisation des comptes de capital et l'ouverture des marchés boursiers nationaux ont contribué à attirer les investisseurs étrangers. On peut voir les effets de cette ouverture dans la réduction du "biais national" - c'est-à-dire une moindre tendance des investisseurs à privilégier les actifs de leur pays d'origine. Ainsi, 46 % de la capitalisation boursière française et un peu plus de 50 % des titres d'emprunts publics français sont actuellement détenus par des non-résidents.

Enfin, troisième facteur, la mondialisation est fortement stimulée par l'émergence d'acteurs financiers globaux : les grandes banques, les *hedge funds*, les fonds de capital -investissement et plus récemment les fonds d'investissement souverains. Tous ces acteurs ont en commun de :

- contribuer potentiellement à l'efficacité et la liquidité des marchés
- pratiquer des stratégies d'investissement complexes.
- mettre en œuvre des pratiques sophistiquées de gestion du risque et permettre leur diffusion dans les différents pays et marchés.

En raison même de leur taille et de leur incidence potentielle sur l'équilibre des marchés, toutefois, ces acteurs suscitent des interrogations sur la transparence de leurs opérations et positions ainsi, plus généralement que sur leur impact, positif ou négatif, sur la stabilité financière. J'y reviendrais plus tard.

## ***Conséquences de la mondialisation financière***

J'en mentionnerai principalement trois :

1/ - D'abord un risque accru de contagion entre marchés et entre pays

C'est une conséquence naturelle de l'intégration financière internationale. Les chocs de prix ou de liquidité au niveau d'un pays peuvent s'étendre au monde entier. Par exemple, une politique monétaire conduisant, dans un pays, à une situation de liquidité abondante, peut alimenter des bulles spéculatives dans d'autres régions du monde. C'est ce qu'atteste, aujourd'hui, le développement des opérations de portage de devises (*carry trade*) qui jouent notamment un rôle important dans l'évolution de certains taux de change, dont celui du yen japonais.

De nouveaux vecteurs de contagion sont récemment apparus, notamment au travers des mécanismes de transfert de risques. Les marchés sont interdépendants, de sorte qu'une réduction de la liquidité dans certains compartiments peut produire des chocs et ajustements dans d'autres segments différents. Les risques sont devenus "mobiles", je dirais même si mobiles que nous ne savons plus où ils sont véritablement localisés.

2/ - En second lieu, un financement différent des déséquilibres mondiaux.

Selon une vision optimiste, et partiellement justifiée, la mondialisation financière autorise, dans chaque pays, une plus grande déconnection de l'épargne et de l'investissement nationaux. C'est une évolution bienvenue, dans la mesure où elle permet, au plan mondial, une allocation plus efficiente de l'épargne. Ce faisant, il se peut que la libéralisation des mouvements internationaux de capitaux ait assoupli les contraintes de financement externe, permettant de financer, toutes choses égales par ailleurs, des déficits courants plus importants dans les pays où le rendement du capital est jugé élevé, relativement au reste du monde.

Mais les mouvements de capitaux peuvent aussi être guidés par d'autres forces : par exemple, la capacité de certains pays -au premier rang desquels les Etats -Unis - à produire des actifs financiers sûrs et liquides ce qui attire naturellement les investisseurs et facilite le financement du solde courant.

On doit aussi noter que, si les flux de capitaux ont tendance à se déplacer librement à travers les frontières, les régimes de change restent, eux, très différents du point de vue de leur flexibilité. Cette situation entraîne des ajustements asymétriques en fonction du régime de change, non seulement entre zones monétaires, mais également au sein d'une même région, comme en Asie.

Ceci pourrait, à terme, menacer le processus d'intégration financière mondiale. Pour réduire sans heurts les déséquilibres mondiaux une plus grande flexibilité des régimes de change apparaît nécessaire dans les pays disposant, par ailleurs, d'excédents élevés des paiements courants.

3/- Enfin, troisième conséquence, la très forte augmentation des réserves de change et la diversification de leur mode de gestion, notamment à travers des fonds souverains.

Les réserves de change mondiales sont passées de 2 000 milliards de dollars en 2001 au à 5 000 milliards début 2007. Pour les pays émergents d'Asie, les réserves ont augmenté de 600 à plus de 2 000 milliards. Les réserves des pays exportateurs de pétrole ont fortement progressé en 2005 et 2006, de plus de 200 milliards de dollars chaque année.

Les motifs poussant les pays émergents à accumuler des réserves ont changé. A l'origine, après la crise de 1997 -1998, les pays visaient à s'assurer contre les crises, dans un contexte où de nombreuses devises sont plus ou moins ancrées au dollar. La théorie et l'expérience montrent que, dans ce cas, la probabilité même d'une attaque spéculative peut être fortement réduite par une politique d'accumulation de réserves.

Aujourd'hui, selon certains analystes, les économies émergentes d'Asie suivraient des stratégies de croissance tirée par les exportations en maintenant délibérément une sous-évaluation de leur taux de change, tout en finançant le déficit courant américain ; ce qui est leur intérêt car les États-Unis constituent leur principal débouché.

Mais le risque, toutefois, est que cette accumulation des réserves exacerbe la concurrence commerciale et accentue les tensions régionales. Les économies émergentes sont en concurrence réciproque pour exporter à destination des économies développées. Pour accumuler des réserves sans créer de pressions inflationnistes, il faut pouvoir en stériliser l'impact monétaire. Ce n'est pas toujours aisé et fréquemment coûteux. Dans une telle situation, les économies émergentes qui peuvent stériliser au moindre coût les effets de leurs interventions de change bénéficient de facto d'un avantage compétitif.

L'accumulation de réserves de change signifie, en outre, qu'une fraction, souvent très importante, de l'épargne externe d'un pays est détenue, et gérée, par la puissance publique. Cette intermédiation publique de l'épargne conduit naturellement à s'interroger sur le mode de gestion approprié à des portefeuilles d'une telle ampleur. Beaucoup de pays se dotent aujourd'hui de fonds d'investissement souverains (*sovereign wealth funds*).

A ce stade, les actifs gérés par ces fonds (de l'ordre de 2 500 milliards de dollars) restent relativement peu importants au regard, par exemple, des actifs détenus par les grands gérants institutionnels (fonds de pension, sociétés d'assurance et OPCVM) qui sont estimés à 55 000 milliards de dollars. Mais ils pourraient plus que tripler au cours des cinq prochaines années et atteindre près de 8 500 milliards en 2012.

On doit distinguer entre les fonds souverains liés aux matières premières, d'une part, et ceux nés des interventions de change, d'autre part. Dans les pays producteurs de pétrole, l'accumulation d'actifs internationaux provient d'une ressource nationale le plus souvent détenue, exploitée ou taxée par l'État : il s'agit donc bien d'une richesse publique. En revanche, l'accumulation d'avoires de réserves de change dans des fonds d'investissement souverains concrétise une intervention publique dans l'allocation et l'orientation de l'épargne privée. Se pose alors la question du mode de gestion de ces fonds.

En principe, les fonds souverains présentent une aversion pour le risque inférieure à celle des gestionnaires de réserves. Leur développement devrait donc se traduire par une augmentation de la demande pour les catégories d'actifs à risque, comme les actions, et une baisse de la demande pour les actifs à faible risque, comme les titres d'État à court terme. L'incidence de leurs placements sur certains marchés financiers étroits et non liquides, tels que l'or, les matières premières et l'immobilier, pourrait être importante.

L'allocation stratégique des actifs dans un portefeuille souverain peut répondre à d'autres objectifs que l'optimisation du rendement. Par exemple, le Fonds de pension de l'État norvégien a défini en 2004 ses « normes d'éthique » qui excluent les investissements dans le secteur de l'armement ou les activités polluantes. On peut aussi s'attendre à ce que la répartition de leurs actifs obéisse parfois à des considérations plus stratégiques.

C'est pourquoi il est souhaitable que les fonds souverains pratiquent la plus grande transparence sur leurs critères d'allocation. Dans leur propre intérêt, certains fonds ont déjà adopté ces bonnes pratiques. Le fonds de pension de l'État norvégien est largement considéré comme un modèle en la matière. Il serait utile de définir un code de conduite, qui pourrait être élaboré dans le cadre d'instances internationales (sous l'égide de la Banque mondiale ou du FMI, par exemple), afin de mettre en place des exigences minimales concernant le degré adéquat de diffusion d'informations.

## ***Quelques mot, enfin, sur les turbulences financières actuelles***

Je commencerai par un paradoxe. Quel que soit l'indicateur utilisé, nous sommes confrontés à un choc très important sur les marchés financiers. Sur certains compartiments des marchés du crédit, les *spreads* se sont élargis avec une rapidité et une volatilité sans précédent. Mais surtout, les marchés interbancaires des principaux pays industriels ont été gravement perturbés, pour la première fois depuis cinquante ans, les turbulences étant en fait plus intenses et plus durables qu'au lendemain du 11 septembre 2001.

Et cependant, les pertes, tout en étant importantes et spectaculaires pour quelques institutions, ne semblent pas constituer en soi un risque majeur pour la santé du système financier. D'après les estimations médianes actuelles, le coût direct des défaillances des prêts immobiliers à risque (*subprime*) s'établirait à environ 250 milliards de dollars, ce qui représente une journée de variation de la capitalisation boursière mondiale.

Pourquoi une telle disproportion entre la cause et l'effet ?

Au niveau agrégé, la plupart des observateurs, dont la Banque de France, mettent l'accent sur la période prolongée de prise de risque excessive sur les marchés de crédit, alimentée par l'expansion de la liquidité au niveau mondial. L'essor des activités de LBO, reposant essentiellement sur des financements à effet de levier en atteste clairement. Selon cette interprétation, nous assistons peut-être actuellement à l'éclatement d'une bulle de crédit.

Mais il existe également un élément plus profond, et plus structurel, dans les turbulences actuelles, qui constituent la première crise d'un univers de crédit dominé par la titrisation.

Cet univers est doublement caractérisé :

- par une forte complexité des instruments financiers, qui conjuguent le recours intensif aux produits dérivés et l'adaptation aux besoins de chaque investisseur. Cette évolution a rendu plus difficiles la valorisation et l'évaluation du risque.
- par une grande fragilité des structures et des véhicules hors bilan sur lesquels repose la titrisation. Les conduits, notamment les véhicules d'investissements structurés (SIV), n'ont pas été conçus pour absorber les chocs. Leurs relations avec les banques sponsors sont parfois très ambiguës. Les engagements juridiques pris par les banques pour couverture en

liquidité et en crédit ne correspondent pas au « véritable » niveau de responsabilité qu'elles ont estimé devoir assumer pour protéger leur réputation.

Pour l'avenir, des pressions s'exerceront sur les bilans des banques et il faudra surveiller attentivement les signes d'une restriction quantitative de la distribution du crédit. On entend parler, dans certains pays, d'une insuffisance de capital dans les grandes institutions financières. La France, je tiens à le souligner, ne présente absolument aucun symptôme de cet ordre. Mais dans tous les pays, les banques ont été (ou seront) exposées à un triple choc : une augmentation non souhaitée de la taille de leurs bilans par le biais de la réintermédiation, la hausse du coût du capital en raison de la baisse des cours des actions et, enfin, une détérioration de la qualité de leurs actifs si le cycle du crédit s'oriente à la baisse ou si des problèmes de valorisation apparaissent pour certains titres (en vertu de Bâle II, tous ces facteurs devraient conduire à une mobilisation de fonds propres supplémentaires). Une meilleure tarification du risque de crédit est sans doute souhaitable. Mais l'apparition, dans certains pays, de contraintes quantitatives sur la distribution du crédit pourrait s'avérer très préjudiciable, à plus forte raison si les émissions d'obligations du secteur privé devaient rester extrêmement faibles, comme elles le sont à l'heure actuelle.

Un dernier mot sur l'action des Banques Centrales.

Le défi le plus urgent consistait à rétablir un fonctionnement ordonné du marché interbancaire, ce que les banques centrales ont fait en fournissant des liquidités au marché. Leur action a soulevé certaines questions relatives à « l'aléa moral » : la fourniture de liquidités conduit-elle à « renflouer les spéculateurs » ? En fait, nous avons répondu à une hausse exogène et généralisée de la demande de monnaie de banque centrale et nous avons assuré une gestion sans heurts des conditions de la liquidité. Ni plus, ni moins. Telle est bien notre mission. À l'évidence, comme l'ont montré les expériences de plusieurs pays, il ne s'agit pas d'une mission facile et nous pourrions être amenés à réfléchir, à l'avenir, sur nos modalités d'intervention. Je pense personnellement que, au sein de l'Eurosystème, nous avons trouvé le bon équilibre entre centralisation et décentralisation.

Je terminerai en soulignant que, en France, le fait que la banque centrale ait en charge la supervision bancaire a constitué un grand avantage. Cela nous a permis de réagir promptement et avec souplesse aux changements rapides de situation.

Je vous remercie.