

**FORUM 2006 de l'OCDE**  
**ÉQUILIBRER LA Mondialisation**  
22-23 mai 2006, Paris

**Marchés financiers et croissance économique**

**Marc Litzler**, Directeur général délégué, Calyon

**Quand une énigme peut en cacher ou autre, où le rôle des opérateurs de marché**

En février 2005, Alan Greenspan a remis au goût du jour le mot conundrum (énigme) pour parler de ce retard qu'avaient les taux d'intérêt à long terme de remonter, en dépit d'une hausse soutenue des taux d'intérêt à court terme. D'où pouvait donc venir ce délai ? Depuis quelques mois, nous comprenons mieux le rôle décisif du recyclage en bons du Trésor américains des excédents de la Chine, d'Asie en général, et des pays exportateurs de matières énergétiques. Cet effet s'ajoute à la crédibilité des banques centrales, qu'elles mettent volontiers en avant, et aux effets profondément désinflationnistes de la globalisation, notamment des exportations asiatiques, sans oublier les échanges Internet.

Depuis, nous voyons aussi que les taux à long terme sont un peu remontés et que nous sommes donc entrés dans une phase post-conundrum. Désormais, les taux d'intérêt de la Fed à court terme sont à 5%, le taux d'emprunt d'Etat à 10 ans aussi (voire un peu plus), et le marché se demande où va s'arrêter la hausse des taux courts, ce qui fait actuellement monter les taux longs. La question de l'inversion de la courbe inquiète, même si l'idée se répand qu'elle ne signifie plus la même chose qu'auparavant, et n'aura donc pas les mêmes effets. Une telle évolution se retrouve en Europe, mais avec retard, où la pente de la courbe reste nettement positive (2,75 % pour le taux directeur, mais sans doute plus de 3 % en fin d'année, 4% pour le 10 ans).

Mais une question plus importante est celle de l'énigme du financement américain. Il y a un déficit budgétaire, il y a un déficit extérieur. Il y a donc un déficit d'épargne américain. Toujours dans cette démarche, un ajustement devrait avoir lieu avec un affaiblissement du dollar certes, mais cela, seul, ne peut suffire – d'autant qu'en face la seule monnaie qui peut monter est l'euro, sauf à répartir le fardeau entre les autres monnaies. C'est actuellement le cas, mais la marge de manœuvre est limitée. En effet, la seule vraie monnaie contrepartie de la baisse du dollar reste l'euro, une euro qui ne peut trop monter étant lié à la progression de l'économie européenne. Il faut donc aussi prévoir, avec les remontées des taux longs, une phase de moindre croissance américaine pour réajuster les déséquilibres, et au moins autant une hausse concertée de toutes les autres monnaies. Mais ceci est évidemment complexe, car on comprend que la seule appréciation de l'euro ne peut suffire et que l'ajustement américain est aussi nécessaire que complexe à réaliser et lourd de risques globaux.

Cette question des déséquilibres, qui n'est pas simplement américaine mais proprement mondiale, agite évidemment les marchés financiers. Si les Etats-Unis n'épargnent pas, il faut que les autres le fassent pour eux, notamment les Chinois et les pays exportateurs de matières premières, notamment énergétiques, mais jusqu'où, et avec quels risques ?

En même temps, beaucoup d'experts, et non des moindres, relativisent cette question. Si les Etats-Unis n'épargnent pas assez, disent-ils, c'est que le monde par ailleurs épargne trop. Les Etats-Unis sont le consommateur en dernière instance, puisque l'Europe et l'Asie ne jouent pas leur rôle de moteur. L'Asie, en particulier, suit une politique mercantiliste, à l'ombre du peg chinois. C'est la thèse de l'excès d'épargne mondiale (global savings glut) proposée par le successeur d'Alan Greenspan, M. Bernanke. L'idée de fond est alors qu'avec le temps, et en réalité la croissance, ces tensions pourraient se réduire, donc qu'il s'agit de gérer la durée, en permettant et en « utilisant » la croissance. D'autres chercheurs, des universitaires, qui n'ont pas la même position bien sûr que M. Bernanke, attachent de l'importance non plus aux flux mais aux stocks, et sans être plus pessimistes. Ils mettent l'accent sur les actifs nets américains. L'évolution de la position nette américaine devient alors centrale puisqu'elle détermine la soutenabilité des flux sous-jacents (i.e. le déficit courant). Selon eux, une dépréciation du dollar, si elle n'agit pas tant sur le déficit courant, fait en revanche monter les actifs américains des autres pays avec les revenus qu'ils en tirent ce qui rend la situation américaine supportable. C'est la thèse d'un professeur de Princeton, Hélène Rey : les États-Unis ne seraient plus tant le banquier du monde qu'une entreprise de capital risque. En plus d'emprunter à court terme et de prêter à long terme (comme tout intermédiaire financier), ils empruntent « sûr et à bas coût » (par l'émission de bons du Trésor et les emprunts bancaires) et prêtent « risqué et à fort rendement » (par les achats d'actions et les IDE – investissements directs étrangers). Faut-il donc s'inquiéter, au moins autant que certains experts américains, ou ici dans notre chère vieille Europe ?

Alan Greenspan nous aide peut-être à répondre à ces questions, dans un autre de ses grands discours, début décembre 2005. Il y met l'accent sur l'importance des déséquilibres mondiaux. Il ne s'agit pas simplement pour lui d'un déséquilibre entre l'épargne et l'investissement sur des bases nationales, mais plutôt de déséquilibres de nature régionale, sinon individuelle, en fonction des agents économiques. En réalité, une économie nationale abrite des déséquilibres entre agents individuels, et c'est généralement au système financier national d'en régler l'essentiel. Nous avons ainsi vécu, des années, avec ce rôle de la finance gestionnaire des déséquilibres localisés. Mais avec l'ouverture, avec la globalisation, les échanges deviennent plus importants et plus répandus, et les déséquilibres s'internationalisent. Ce qui se passe, c'est que nous sommes dans un monde qui peut apparaître plus déséquilibré, mais qui est en réalité celui où les déséquilibres des agents individuels sont de moins en moins réglés par les instances nationales. Ce qui n'est pas réglé en vase clos se reporte, d'une certaine manière, au niveau international.

C'est donc tout le problème de la finance globale, avec des acteurs à vocation internationale qui s'occupent, comme votre serviteur, à gérer ces nouvelles tensions, ces nouvelles difficultés, mais aussi ces nouvelles possibilités. Et c'est ainsi que les choses vont, alors que l'on pourrait craindre qu'elles ne s'effondrent, à partir d'une perspective fautive, ou plus exactement dépassée, car opérée sur une base nationale. Tout agent économique a des perspectives et des contraintes, et ceci se résume à sa propre gestion actif-passif. Les organismes financiers collectent, dans leur domaine de clientèle, ces écarts de situation, de perspective et les gèrent. Ce que faisaient largement les Etats avec des systèmes bancaires nationaux devient de plus en plus une réalité globale, avec des systèmes financiers internationaux. Nous sommes devenus de plus en plus porteurs de ces écarts de situation et de perspective, et nous en sommes conscients. La sophistication de nos méthodes, des produits que nous offrons, des contrôles que nous réalisons sont

donc la preuve à la fois de la globalisation des situations actif passif et de leur gestion, au fond satisfaisante, par les grands opérateurs internationaux.

L'énigme de l'énigme, le conundrum du conundrum, c'est donc que tout ceci fonctionne avec un processus d'apprentissage qui est, en réalité, assez satisfaisant. La gestion des crédits, leur tarification, leur vente à d'autres opérateurs, et donc leur répartition, cette nouvelle gestion du risque, avec la montée de la compliance, avec la transparence accrue des agents, avec le renforcement de leurs fonds propres, c'est donc la transcription des écarts actif-passif, des écarts de situation, des écarts de perspective, voire des oppositions.

On peut toujours dire que nous sommes plus innovants et compliqués, ou alors plus risqués par plaisir, mais on peut dire aussi que l'on nous demande des choses plus subtiles, plus adaptées à des cas différents et que nous devons le faire, sur la terre entière, et dans des conditions de coûts de plus en plus efficaces en temps quasi réel, et en réduisant les risques d'erreur de traitement. Et si l'on regarde ces déséquilibres globaux, économiques, financiers et géopolitiques qui devraient nous mettre en crise au moment même où nous avons autant de croissance, on peut se dire que, jusqu'à maintenant au moins, nous n'avons pas si mal réussi, en collectant ces milliers, et sans doute plus, de déséquilibres individuels, et en les gérant. C'est en dire en les tarifant, les combinant, les opposant.

"Being able to rely on markets to do the heavy lifting of adjustment is an exceptionally valuable policy asset" said Alan Greenspan.

If I may make so bold, I could hardly agree more.