

NOTE DE LECTURE

Ouvrage : La vulnérabilité du système financier mondial
Auteur : Pierre Cailleteau

Pierre Cailleteau expose dans cet ouvrage le fruit de ses réflexions sur le système financier mondial, tirées de son expérience au sein des grandes institutions financières internationales : il y exprime son inquiétude en raison des efforts de régulation financière qui ont été selon lui insuffisants depuis la crise des subprimes en 2007-2008, et il développe des pistes afin de mieux prévenir l'instabilité financière et ses conséquences macro-économiques.

Dans la préface de l'ouvrage de Pierre Cailleteau, l'ancien président de la Banque centrale européenne, Jean-Claude Trichet, estime que le **système financier** se trouve encore dans une zone de vulnérabilité avec des implications économiques potentiellement dangereuses. Il remarque toutefois que la **crise financière** de 2007-2008 a accéléré le processus d'ancrage nominal des monnaies, non plus sur la base d'une monnaie convertible centrale, mais sur la stabilité des prix reflétant le pouvoir d'achat de la monnaie, puisque les banques centrales ont convergé, depuis 2012-2013 pour le dollar, l'euro, le yen et la livre sterling, vers la même définition de la stabilité monétaire, soit autour de 2% de hausse moyenne annuelle des prix dans une perspective de moyen terme. En admettant que les **politiques monétaires expansionnistes**, indispensables pour éviter l'aggravation de la récession, ont pu créer des effets nocifs potentiels, Jean-Claude Trichet souligne les progrès qui ont été effectués depuis 2007-2008 dans la bonne direction, avec le Comité de Bâle, le Conseil de Stabilité financière (CSF) et le G 20. Mais il reconnaît qu'il reste encore beaucoup à faire en matière de règles macro-prudentielles et de prévention des **risques systémiques**.

Après avoir rappelé l'ampleur des coûts engendrés par la dernière grande crise financière (coût financier pour les épargnants privés, coût financiers pour les Etats toujours perclus de dettes, coût économique et social lié aux pertes de croissance et d'emploi, coût politiques en termes de rejet croissant des élites et de la mondialisation), Pierre Cailleteau s'interroge : dix ans après, la finance internationale est-elle stabilisée ? Les autorités publiques sauraient-elles faire face à une réplique ? Avons-nous été assez ambitieux/radicaux ? Reprenant la célèbre formule de Winston Churchill, « *Never let a good crisis go to waste* » (ne jamais gaspiller une bonne crise), il résume la thèse principale de son livre en ces termes : « *la finance mondiale est aujourd'hui convalescente, mieux comprise mais pas entièrement déchiffrée, et surtout pas suffisamment maîtrisée pour pouvoir crier victoire. Comme les capacités de réaction des autorités publiques en cas de réplique sont pratiquement épuisées, il faut envisager des solutions plus ambitieuses, s'inspirer de l'audace rooseveltienne des années 1930* ». En effet, après la crise financière de 1929, les décideurs politiques de l'époque avaient su faire preuve de volontarisme politique en prenant des mesures énergiques pour

assurer la **stabilité financière** et réformer en profondeur le système monétaire international, à l'image en 1934 du Glass-Steagall Act, actant la séparation des banques de dépôt et les banques d'investissement aux Etats-Unis, ou des accords de Bretton Woods en 1944. Alors que pour la période récente, Pierre Cailleateau évoque une étonnante « *pusillanimité* » des gouvernements dans les mesures mises en œuvre pour restaurer la stabilité financière.

Lire le cours de Terminale ES en spécialité « Economie approfondie » sur le thème des crises financières et de la régulation :

<http://www.melchior.fr/cours/question-2-comment-expliquer-les-crises-financieres-et-reguler-le-systeme-financier>

Un système financier mondial convalescent

Le système financier mondial demeure aujourd'hui « *sous respiration artificielle* » selon l'auteur, en état de « *stabilité assistée* », en particulier grâce aux politiques monétaires non conventionnelles (Quantitative easing) qui maintiennent leur soutien à l'économie (la taille du bilan de la FED a quadruplé depuis 2007). On a assisté après la crise à un désendettement (*deleveraging*) relatif des agents privés, largement compensé par un endettement des Etats qui, dans un contexte de faibles taux d'intérêt, ont substitué le dynamisme de la demande publique à l'attrition de la demande privée. Le système financier privé a été considérablement renforcé, par la recapitalisation du système bancaire, une régulation renforcée des banques d'investissement américaines (*securities firms*), et par des mécanismes réduisant les risques d'externalités négatives en cas de résolution bancaire et de crises des banques « *systémiques* », et ce par davantage de *bail-in* (recours aux créanciers privés) plutôt que de *bail-out* (recours aux contribuables). Par ailleurs, Pierre Cailleateau rappelle que c'est la spécificité du secteur de la finance qui est désormais mieux comprise : contrairement à d'autres secteurs de l'économie où les entreprises sont juxtaposées dans la concurrence (industrie automobile, pharmacie), la connectivité très forte des acteurs du secteur bancaire et de la finance par le jeu d'intenses participations croisées démultiplie les risques de propagation des chocs.

Néanmoins, le régime monétaire et le pilotage des banques centrales demeurent centrés sur des objectifs d'inflation nationaux à court terme, tandis que l'interdépendance financière n'a pas radicalement changé, et que les stratégies de relance monétaire ont largement contribué à pousser le prix des actifs financiers au-delà de leurs zones d'équilibre. Le système financier reste donc dans un état convalescent et les facteurs qui ont nourri l'instabilité financière sont toujours à l'œuvre.

Pierre Cailleateau insiste tout particulièrement sur ce qu'il appelle « *l'inflammabilité de la dette* » : les dettes privées et publiques ont atteint désormais des niveaux plus élevés qu'avant la crise (164 mille milliards de dollars soit 225% du PIB mondial), tandis que le gonflement du « *shadow banking system* » à des montants désormais énormes, peut désormais accroître le risque de liquidité. Le caractère inflammable de la finance tient au fait que les instruments financiers (les actifs représentatifs d'une dette) sont enregistrés à la fois à l'actif de certains agents et au passif d'autres agents. Un contrat de dette figure à l'actif du prêteur et au passif de l'emprunteur, de sorte que les difficultés de l'un deviennent très rapidement les difficultés de l'autre. C'est aussi ce qui est apparu au

moment de la **crise des dettes souveraines** dans la zone euro, quand la restructuration de la dette grecque, partiellement détenue par des banques locales, a dû être recapitalisée sur fonds publics, tandis qu'un défaut aurait exercé en retour un impact brutal sur les banques des autres pays de la zone euro. Les caractéristiques de la dette en font un puissant accélérateur de crise, puisque le non remboursement porte avec lui son cortège de faillites, de vente d'actifs en catastrophe, de cascades de non remboursement pour les créanciers qui avaient eux-mêmes leurs créanciers, etc. Si Pierre Cailleteau rappelle qu'il n'existe pas de seuil d'endettement solidement établi par la théorie économique, il estime « *qu'à l'expérience, la seule réponse s'appuyant sur des siècles de crises financières est la suivante : un agent est trop endetté quand ses créanciers le jugent comme tel* » (la notion d'endettement est dans les yeux des prêteurs). Pour l'heure, certes, le niveau des **taux d'intérêt** particulièrement bas masque l'ampleur du surendettement des acteurs économiques, mais jusqu'à quand ?

Lire la note de lecture du livre de Vivien Lévy-Garboua sur les implications des taux d'intérêt bas pour nos économies :

<http://www.melchior.fr/lecture/le-monde-taux-zero-voage-au-bout-de-leconomie>

Pour promouvoir la stabilité du système financier, encore faut-il décrypter les causes profondes de la dernière grande crise financière mondiale : Pierre Cailleteau en identifie trois principales.

Tout d'abord (1) les **déséquilibres macroéconomiques**, avec l'excès d'épargne des pays émergents (*saving glut*) qui s'est déversé sur les marchés financiers américains et a nourri la bulle de crédit ; ensuite ce qu'il appelle (2) l'excessive « *élasticité* » du système financier (« *la sphère financière a continué à se dilater presque inexorablement* ») et la difficulté à prévenir l'interaction des choix microéconomiques et la formation de bulles d'actifs par le jeu des anticipations mimétiques ; (3) enfin la faiblesse des marges de manœuvre de la politique macroéconomique enfermée dans un « *trilemme* » dans le cadre d'un système financier libéralisé et intégré où l'on ne peut obtenir simultanément la stabilité des taux de change, la liberté des mouvements de capitaux, et une politique monétaire autonome. Si le refus de la mobilité des capitaux aurait des coûts énormes, le choix de la liberté des mouvements de capitaux a eu des effets déstabilisants certains et a compliqué grandement la politique monétaire et l'équation budgétaire des pays pris isolément.

Mais comme le regrette Pierre Cailleteau, face à l'importance de ces choix, « *le débat n'a pas vraiment eu lieu pour la finance* ».

L'instabilité, l'ADN de la finance

Pour l'auteur, il est crucial de rappeler la spécificité de la finance : une activité de production et de transferts d'actifs financiers (ceux-ci ayant la particularité d'être toujours à l'actif et au passif d'agents distincts), et donc, fondamentalement, un réseau de promesses ou d'engagements enchevêtrés. La finance est sensée améliorer l'allocation des ressources dans une économie, à travers l'espace et à travers le temps, sous condition d'incertitude. De ce fait, elle est intrinsèquement instable, puisqu'elle consiste en un commerce d'anticipations sur une production future dans un système hyper-connecté, en proie à des asymétries d'information et des incitations parfois perverses (incitation à la prise de risque des traders pour améliorer leurs rémunérations, panurgisme...), et qui mobilise massivement l'effet de levier et génère des dynamiques non linéaires et explosives... Pierre Cailleteau rappelle à ce titre les 5 fonctions

économiques du système financier, décrites par l'économiste Ross Levine : faciliter l'échange, la couverture et l'assemblage du risque (1) ; allouer les ressources (2) ; exercer le contrôle sur les directions des entreprises (3) ; mobiliser l'épargne (4) et faciliter l'échange des biens et services (5). Or, si la croissance de la finance est liée à l'épargne accumulée au cours du temps, elle répond aussi à des stimulations liées aux politiques publiques, comme le montre l'impact du « *quantitative easing* » des banques centrales. En réalité, elle procède surtout d'une logique endogène : l'offre d'instruments financiers, en forte croissance, répond à une certaine demande (rendement supérieur, couverture, gestion de liquidité...), tandis qu'offre et demande interagissent dans une dynamique cumulative.

Mais cette « offre » de finance est-elle forcément utile à l'économie, ou bien lui fait-elle courir un risque désormais trop grand ? Pour l'auteur, il n'y a pas réellement de limite « *physique* » à l'expansion financière (l'essor des produits dérivés a permis de relâcher la contrainte de la création d'actifs financiers indexés sur les richesses réelles futures anticipées), mais il y a bien une limite « *physiologique* », car cette croissance doit être soutenable, et doit bien, à un moment donné, répondre à une limite éthique, celle de justifier son utilité sociale.

L'une des difficultés principales aujourd'hui pour entreprendre une réforme de la finance est de s'attaquer au « *cœur du réacteur* » : la **création monétaire**. Or nos économies se trouvent face à une double question clé qui n'est pour l'heure pas résolue : 1) Savoir si l'objectif de stabilité financière devrait figurer à part égale avec celui de la stabilité des prix dans la mission des banques centrales, et 2) Savoir si le taux d'intérêt, qui est l'instrument le plus puissant pour l'une et pour l'autre, pourrait être mis à la disposition de la politique de stabilité financière. En d'autres termes, peut-on remonter les taux d'intérêt en présence de bulles spéculatives sur les marchés d'actifs, même si l'économie n'est pas menacée par l'inflation sur le marché des biens et services, sans provoquer de nouveaux chocs financiers ?

Pour Pierre Cailleteau, on peut d'ailleurs s'inquiéter aujourd'hui du fait que les Etats semblent « *à court de munitions en cas de nouvelles déflagrations financières* », alors même « *que la tendance naturelle des finances publiques dans les années qui viennent sera à l'augmentation des budgets et des dettes, sauf effort inédit de contrôle des dépenses* ». Il se pourrait bien alors un jour que les primes de risque sur les dettes publiques s'élèvent brutalement et viennent déstabiliser nos finances publiques (déjà soumises à de forts vents contraires comme le vieillissement de la population, les dépenses de sécurité face au risque terroriste, la demande de redistribution, le financement des infrastructures, etc.), sauf si le rythme de la croissance nominale du PIB compense celui de la hausse des taux d'intérêt.

Lire le fait d'actualité sur la dette publique française :

<http://www.melchior.fr/actualite/faut-t-il-sinquieter-de-la-dette-publique-francaise>

Dès lors, selon Pierre Cailleteau, s'il paraît évident que la dé-financiarisation à marche forcée de nos économies s'accompagnerait d'un coût économique et social très important, il faut désormais « *interroger la valeur sociale de la finance* » et celle du « *capitalisme impatient* », centré sur la quête d'une très haute rentabilité financière à court-terme. Certaines activités financières en forte croissance, comme celles du « **shadow banking system** » et certains produits structurés, poussent à faire le constat

« qu'on a pas cherché à toute force à établir la nocivité de ces activités, ni précisé au-delà de quelle vitesse la valeur pour la société d'une partie des activités financières deviendrait ténue au regard des risques encourus : il faut en débattre, entendre les arguments de part et d'autre ». Tout simplement, pour lui, on peut se demander si « plus de vitesse, d'intensité, de fluidité pour le capital seraient axiomatiquement positifs, suggérant que la charge de la preuve devrait être inversée ».

Selon Pierre Cailleteau, qui évoque quelques pistes qui lui tiennent à cœur, pour « ralentir le capitalisme financier », et opérer une « transformation radicale de la finance », il faut désormais assainir et dégonfler le bilan des banques (exiger sur plusieurs années que les banques lèvent du capital social à hauteur de 12% de leurs actifs non pondérés), simplifier la régulation devenue beaucoup trop complexe, traiter le problème du « *too big to fail* » en assignant aux banques un ratio de solvabilité socialement acceptable et un niveau de perte tolérable à ne pas dépasser, limiter le risque de concentration bancaire, gérer le risque de liquidité à travers un pré-accord entre les banques et la banque centrale sur l'éligibilité de leurs actifs, et introduire (en mobilisant les institutions comme le FMI), puis généraliser, des formes de dettes indexées au PIB pour caler les flux de remboursement sur les capacités conjoncturelles de remboursement. Seules des réformes ambitieuses, selon lui, pourront permettre de tirer les leçons de la crise et « protéger les sociétés contre des dislocations financières récurrentes ».

Quatrième de couverture

« Le livre de Pierre Cailleteau est un appel fervent à la réflexion et à l'action. [...] Le système financier mondial demeure anormalement vulnérable, plus de dix ans après le déclenchement de la crise financière la plus grave depuis la Seconde Guerre mondiale. La prévention du risque systémique mondial devrait donc être plus clairement au premier rang des priorités de la communauté internationale », extrait de la préface de Jean-Claude Trichet.

L'auteur

Pierre CAILLETEAU a approché le sujet des politiques financières sous différents angles dans sa carrière : dans le secteur public, au FMI, à la Banque des Règlements Internationaux où il a participé à la création du Conseil de Stabilité Financière, et à la Banque de France ; dans le secteur privé, chez Moody's où il a dirigé l'activité mondiale de notation des États, au comité exécutif d'Amundi Asset Management et chez Lazard, dans l'activité de conseil aux gouvernements.