

NOTRE SYSTÈME FINANCIER NOUS SERT-IL BIEN ?

BENJAMIN M. FRIEDMAN *

En 1772, au plus fort de la pire crise bancaire écossaise depuis deux générations, David Hume écrivit à son bon ami Adam Smith. Après avoir relaté les fermetures de banques, les faillites industrielles, la montée du chômage et même la « suspicion » grandissante quant à la solidité de la Banque d'Angleterre, il demanda à Smith : « Ces événements vont-ils, d'une manière ou d'une autre, influencer votre théorie ? »

123

Ils l'ont assurément influencée. L'analyse par Smith du rôle de la banque dans *La richesse des nations*, publiée juste quatre ans plus tard, reflétait clairement les leçons qu'il avait tirées de la crise de 1772. À l'inverse de l'idéologie antiréglementation doctrinaire dont les économistes l'affublent aujourd'hui, Smith recommandait des mesures comme des lois contre l'usure - plus précisément, l'interdiction de prêts à des taux dépassant 5 % - et des restrictions sur les émissions d'obligations par les banques¹.

Les événements importants et inhabituels, surtout s'ils ont des conséquences néfastes, sont l'occasion de poser des questions fondamentales. Même si personne n'est au départ responsable d'un événement (un tremblement de terre, par exemple), il est naturel de se demander ce qui pourrait être fait pour en atténuer les conséquences

* Professeur d'économie politique William Joseph Maier, Harvard University.

Cet article a été publié sous le titre « Is Our Financial System Serving Us Well ? » dans la revue *Daedalus* Fall 2010, vol. 139, n° 4, pp. 9-21.

si jamais il devait se reproduire. Lorsque l'événement est le résultat d'une action humaine, la question n'est plus celle de l'atténuation, mais celle de la prévention. Il n'est donc pas étonnant que la crise financière 2007-? ait suscité un flot de propositions pour réformer la régulation des marchés financiers et des institutions financières, tant aux États-Unis qu'ailleurs.

Mais ce qui manque le plus, c'est un examen approfondi de la question fondamentale qui est de savoir dans quelle mesure notre système financier nous rend vraiment service, et à quel prix. Jusqu'à présent, la discussion générale a porté sur les symptômes spécifiques de cet épisode particulier de dysfonctionnement financier : les pertes subies par les investisseurs, la nécessité des sauvetages financés par les contribuables, les perturbations provoquées par la faillite de Lehman Brothers, et ainsi de suite. La plupart des gens ont également conscience que les pertes d'emplois, de revenus et de bénéfices qui en découlent sont aussi le résultat de ce qui a mal tourné dans le domaine financier. Mais personne ne semble faire le lien entre tout ceci et le rôle que le système financier est avant tout censé jouer dans notre économie, ou ne semble se demander s'il accomplit cette fonction bien ou mal.

124

La principale fonction des marchés financiers dans une économie comme la nôtre est d'allouer les ressources limitées disponibles pour l'investissement dans l'économie. L'économie américaine consacre normalement à peu près un cinquième de ce qu'elle produit (ces dernières années, la part a été un peu moindre) aux investissements de toutes sortes : usines et machines qui permettent à nos entreprises de produire des biens matériels, immeubles de bureaux et ordinateurs pour abriter et équiper le vaste secteur des services, logements pour une population de plus de 300 millions d'habitants et stocks de produits qui garnissent les rayons des supermarchés et des magasins de vêtements. Personne ne décrète que la bonne proportion de l'ensemble de la production nationale à investir dans tous ces emplois doit être d'un cinquième. Ce chiffre est le résultat d'innombrables décisions prises chaque jour par des entreprises et des propriétaires agissant en interaction avec les banques, les compagnies d'assurances, les acheteurs d'actions, les prêteurs hypothécaires et autres sources des fonds dont ils ont besoin pour financer les investissements qu'ils veulent réaliser. De même, aucun organisme central n'impose que tel ou tel pourcentage du total de l'investissement effectué aille au secteur de l'informatique, à l'ouverture de nouveaux restaurants et à la construction de nouveaux immeubles d'habitation. Cette allocation est également le résultat d'innombrables interactions individuelles sur les marchés.

Ce qui guide ces interactions et détermine donc à la fois le montant total des investissements effectués par notre économie et l'allocation de ce montant entre les diverses possibilités est la combinaison des signaux et des incitations créés par les prix définis sur les marchés financiers. Le prix des actions des sociétés d'informatique est-il trop élevé ? Les sociétés de ce secteur ont alors à la fois l'incitation et la faculté d'émettre de nouvelles actions et d'utiliser ces fonds pour continuer leur expansion. Le taux d'intérêt des prêts hypothécaires est-il bas ? Les aspirants à la propriété ont à la fois l'incitation et la faculté de contracter de nouveaux prêts et d'acheter davantage de maisons. À l'inverse, lorsque les actions de General Motors ou Chrysler sont tombées presque à zéro et que les taux d'intérêt sur leurs obligations sont montés à des niveaux records dans les mois précédant leurs dépôts de bilan, ces sociétés n'avaient ni l'incitation, ni la possibilité de se développer ; sans l'aide du gouvernement, leur activité se serait réduite, peut-être jusqu'à disparaître.

Certes, les institutions financières modernes assurent d'autres fonctions, également importantes : vérifier les comptes et les autres éléments des systèmes de paiement, offrir des produits financiers permettant aux familles de mettre à l'abri leur épargne de précaution et de préparer leur retraite, offrir des assurances-vie individuelles ou collectives, et ainsi de suite. Mais si ces services sont indispensables, ils ne sont pas essentiels à la structure d'une économie de libre-entreprise. Il existe de nombreux modèles pour assurer la fourniture de ce type de bien public.

Par contre, la fonction d'allocation des capitaux d'investissement - qui détermine le montant total investi dans l'économie et la répartition de cet investissement entre les différents secteurs, les différentes sociétés, entre les locaux industriels et le logement - est essentielle à la structure d'une économie de libre-entreprise. Voilà ce que notre système financier est supposé faire. Nous sommes donc tenus à demander s'il accomplit ce rôle bien ou mal, et à quel prix.

Actuellement, les grandes lignes de la récente crise financière et de la récession qu'elle a provoquée sont toutes bien connues. Vers la fin des années 1990, et plus particulièrement après la fin de la récession de faible ampleur de 2001, les prix de l'immobilier ont monté rapidement. Des critères d'octroi de prêts hypothécaires de plus en plus laxistes - ratios prêts/valeur élevés, différés de paiement, dossiers succincts, voire inexistantes - furent à la fois la cause et la conséquence de la hausse des prix ; la baisse du coût des prêts a stimulé la demande de logements, alors que la hausse de la valeur des biens mis en garantie réduisait les inquiétudes concernant la solvabilité des emprunteurs. La titrisation

d'une grande partie de ces nouveaux prêts a encore réduit le souci que les émetteurs ont pu avoir de leur solidité. Pour leur part, les investisseurs dans les nouveaux instruments se sont trompés eux-mêmes (en comptant également sur la hausse des prix des logements pour compenser le manque de solvabilité des emprunteurs, par exemple) ou ont été trompés par les agences de notation, sujettes à des conflits d'intérêts, qui ont procédé à des analyses sommaires. En outre, une grande part des investisseurs qui ont acheté ces titres mal garantis était des institutions non américaines.

Dans le même temps, trois autres facteurs plus généraux avaient rendu le système financier américain plus vulnérable à ce danger.

Premièrement, au sein du système bancaire, la distinction entre les activités bancaires et les activités de marché avait pratiquement disparu - et pas seulement à cause de l'abolition officielle en 1999 de ce qui restait de la loi Glass-Steagall, instaurée pendant la Dépression, qui imposait une séparation entre la banque commerciale et la banque d'investissement. La plupart des grandes banques commerciales, contraintes de lever leurs propres capitaux sur des marchés d'actions spéculatifs, s'appuyaient de plus en plus sur les bénéfices de leurs opérations de marché pour étoffer leurs résultats et devenaient progressivement elles-mêmes des fonds spéculatifs². Par ailleurs, la plupart des grandes banques d'investissement, qui réalisaient déjà d'importantes opérations de marché, se finançaient de plus en plus à court terme.

Deuxièmement, la nécessité d'augmenter la rentabilité des actionnaires a également conduit nombre de grandes institutions à augmenter leur levier d'endettement - le montant des actifs détenus par rapport à leurs capitaux propres - à des niveaux records. Des ratios de 12 - ou 15 - pour 1 n'étaient pas rares pour les grandes banques commerciales américaines et de nombreuses banques d'investissement avaient des ratios de 25 - voire même de 30 - pour 1. Dès que ces sociétés ont commencé à subir des pertes sur leurs opérations de marché, elles n'avaient donc guère de quoi les absorber.

Troisièmement, les marchés de dérivés en plein essor - des instruments basés sur la valeur d'autres instruments, qui dépendent, dans bien des cas, eux-mêmes de la valeur d'autres instruments financiers - sont sortis de leur rôle, qui est de permettre aux institutions financières de couvrir les risques qu'elles supportent déjà, pour servir de support à la prise de risques nouveaux sans rapport avec les besoins de couverture. En conséquence, nombre des risques auxquels les investisseurs de toutes sortes étaient exposés n'avaient que peu ou pas de relations avec les fluctuations des composantes de la richesse de l'économie réelle telles que le prix des logements ou la valeur des sociétés émettant des actions.

Les risques pris devenaient progressivement de simples facteurs d'un jeu à somme nulle.

À la lumière de telles faiblesses, il n'y a rien d'étonnant, avec le recul, à ce qu'un catalyseur quelconque ait déclenché une crise grave. Le retournement des prix des logements - qui ont baissé de 20 % par an en moyenne aux États-Unis et bien plus encore dans certains États et sur de nombreux marchés résidentiels locaux - a été ce catalyseur³. Les défaillances et les défauts de paiement ont augmenté rapidement, notamment dans le marché des prêts hypothécaires *subprimes*. Les titres adossés à de tels prêts ont perdu de la valeur. La valeur des produits dérivés adossés à ces titres a baissé encore davantage. Les investisseurs qui portaient de tels titres ont subi des pertes. Étant des institutions financières très exposées, elles ont vu fondre leur capital dans bien des cas au point de risquer la faillite en l'absence d'une aide gouvernementale. Les banques ont cessé de prêter et le marché dans lequel de nombreuses sociétés émettent régulièrement du papier commercial s'est pratiquement fermé. Incapables d'emprunter, sociétés et ménages ont alors réduit leurs dépenses.

Le débat public sur les retombées de ces événements regrettables s'est concentré sur quatre éléments : les pertes de richesse subies par les propriétaires de logements, les pertes inscrites dans les livres des investisseurs en prêts hypothécaires et en titres adossés à ces prêts, la récession provoquée par cette crise financière et les montants engagés par les gouvernements avec l'argent des contribuables. Tous ces facteurs sont importants. De la fin de l'année 2006 à la fin de l'année 2009, les ménages américains ont vu la valeur de leurs biens immobiliers chuter de 23 000 Md\$ à 17 000 Md\$ (et la valeur de leurs avoirs en actions, y compris les *mutual funds*, chuter de 14 000 Md\$ à 12 000 Md\$), soit dans l'ensemble une baisse de 13 % de la valeur nette totale de leurs actifs. Les banques et autres investisseurs institutionnels ont perdu plus de 4 000 Md\$ sur leurs encours de prêts hypothécaires et de titres adossés à ces prêts (dont la moitié, à peu près, hors des États-Unis), sans parler de 6 000 Md\$ sur la baisse des cours des actions et d'autres pertes, pas encore évaluées, sur leurs prêts non hypothécaires. La récession a réduit la croissance de la production économique totale aux États-Unis à un maigre 0,4 % en 2008, avant une récession de 2,4 % en 2009 : comparée à un sentier de croissance normal, même au taux modeste de 2,5 %, la perte de production - et donc de revenus et de bénéfices - pour ces seules deux années s'élève à 1 300 Md\$. À eux deux, le Trésor américain et la Federal Reserve ont injecté près de 2 000 Md\$ soit dans le sauvetage de certaines institutions (182 Md\$ pour la seule compagnie d'assurances AIG), soit dans le rachat d'obligations du secteur privé afin de soutenir les marchés en détresse. Avec un peu de chance, ils

récupéreront la plus grande partie de cet argent lorsque les prêts auront été remboursés et qu'ils revendront les actifs qu'ils ont achetés, mais les pertes résiduelles seront payées par les contribuables.

Quelle que soit l'importance de ces pertes, ce qui n'apparaît pas dans ce débat, c'est d'abord la mauvaise allocation des ressources économiques qui a abouti à la crise. Le laxisme des conditions d'allocation des prêts hypothécaires et les conjectures irréalistes sur la hausse sans fin du prix des logements ont conduit à ce que les taux d'intérêt sur de nombreux types d'hypothèques deviennent anormalement bas. Dès que le prix des logements a commencé à baisser et que les emprunteurs ont commencé à prendre du retard dans leurs paiements et à cesser leurs remboursements, les taux d'intérêt sur ces prêts ont augmenté. Cette correction à la hausse sur les taux hypothécaires et la baisse des titres adossés à des crédits hypothécaires qui ont infligé des pertes à tant de banques et d'investisseurs constituent en réalité le même phénomène⁴.

Mais le problème n'est pas seulement que les taux d'intérêt de ces prêts aient augmenté, c'est qu'ils étaient trop bas dès le départ. Qu'ils soient justes ou non, réalistes ou non, les prix fixés par les marchés financiers envoient des signaux et des incitations pour les comportements d'investissement. Dans notre cas, parce que les taux hypothécaires étaient si bas et les prêts hypothécaires si faciles à obtenir, même pour des emprunteurs non solvables, à de tels taux, les Américains ont acheté et construit bien plus de logements qu'ils n'auraient dus. En moyenne, dans les années 1980 et 1990, le secteur américain de la construction a créé 1,4 million de logements par an. La dernière décennie a été très différente, malgré le fait que le taux de création de familles soit resté pratiquement inchangé. Le secteur construisait 1,8 million de nouveaux logements en 2003, 2 millions en 2004, 2,1 millions en 2005 et encore 2 millions en rythme annuel au premier semestre 2006.

La construction de toutes ces maisons excédentaires était une utilisation de ressources dans les deux sens du terme. La construction matérielle de celles-ci a absorbé du travail et des matériaux, qui étaient tous deux chers⁵. Et comme tout investissement, la construction absorbait de l'épargne. Si les faibles taux hypothécaires en vigueur n'avaient pas absorbé dans la construction autant de travail, de matériaux et de ressources rares en épargne de l'économie, les États-Unis auraient pu affecter ces ressources à d'autres objectifs - de nouvelles usines, peut-être, ou des raffineries de pétrole, ou de nouveaux aéroports, ou même de nouvelles écoles. Enfin, l'allocation de ressources excédentaires à la construction a eu des conséquences au-delà des emplois auxquels elles auraient pu être affectées. Quand le retournement est intervenu, la présence de tous ces logements

excédentaires sur le marché a fait baisser les prix de l'immobilier. Elle a également fait chuter la construction de nouveaux logements - seulement 500 000 en 2009 - entraînant ainsi des pertes d'emplois et une baisse des ventes des meubles et des équipements domestiques.

Cette mauvaise allocation de ressources due, comme on le voit avec le recul, à des prix manifestement mal définis par les marchés financiers n'est pas limitée à la récente bulle immobilière. Lors du *boom* boursier de la fin des années 1990, qui a propulsé l'indice S&P 500 de 542 en moyenne en 1995 à 1 553 en août 2000 et l'indice Nasdaq de 925 à 5 132, l'un des secteurs les plus « chauds » était celui des télécommunications - et pas seulement pour de nouvelles sociétés hautement spéculatives, mais aussi pour des valeurs établies. L'action AT&T, par exemple, est montée de 21 dollars au début de l'année 1995 à 60 dollars en 2000. Sans surprise, lorsque le retournement est survenu, ces mêmes actions ont connu les plus fortes chutes. À la fin de l'année 2002, l'action AT&T était revenue à 21 dollars et depuis la mi-2010, elle se maintient à 25. L'anomalie était la hausse à 60 dollars et non la chute qui suivit.

Le débat public qui eut lieu à cette époque a porté principalement sur les pertes subies par les investisseurs dans ces actions. Mais alors, tout comme dans le récent *boom* immobilier, ces pertes étaient le reflet financier du gaspillage de ressources et de la mauvaise allocation de l'épargne. Avec le recul, 60 dollars n'étaient pas le juste prix de l'action AT&T et les prix des autres valeurs des télécommunications étaient également trop élevés. Mais parce que le prix des actions était trop élevé, le coût en capital des sociétés qui émettaient ces actions était trop bas. Donc, ces sociétés avaient à la fois l'incitation et la faculté d'émettre plus de titres qu'elles ne le devaient et d'en utiliser le produit pour se développer également plus qu'elles ne le devaient. À l'époque, dans les années 1990, ces sociétés de télécommunications ont fait poser des millions de kilomètres de fibres optiques qui n'ont jamais été utilisées et ne le seront probablement jamais.

Comme pour tout appareil qui remplit une fonction utile - une voiture, un lave-vaisselle ou un sèche-linge, par exemple -, il est préférable d'estimer l'efficacité du mécanisme qui alloue les capitaux d'investissement dans notre économie à l'aune de ce qu'il coûte. Chacun comprend qu'une Chevy Aveo ne procure ni la puissance, ni le confort, sans parler du style, d'une Ferrari. Mais peu de gens sont disposés à payer le coût d'une Ferrari et à assumer son entretien. Du point de vue du coût, l'option la moins chère convient parfaitement à beaucoup de gens.

Pour ce qui est du mécanisme d'allocation du capital - où ce qui

compte, c'est qu'une fois qu'il est alloué, le capital doit être productif, au sens économique du terme -, il existe tout de même une référence permettant de comparer les coûts associés : le retour sur le capital investi lui-même. Si un nouvel engrais, ou un nouveau système d'irrigation, offre à un agriculteur la perspective d'un meilleur rendement, il relève du simple bon sens pour celui-ci de comparer l'accroissement prévisible de sa production et le coût de l'amélioration à apporter. Si le coût d'achat de l'engrais, de son transport et de son épandage excède le prix de vente de la récolte supplémentaire qu'il permettrait, ce serait un mauvais investissement pour l'agriculteur, en dépit de l'efficacité technique supplémentaire. Un système financier qui alloue les investissements ne fonctionne pas autrement. Même s'il répartit les capitaux de l'économie plus efficacement que d'autres, il n'est qu'un superflu inutile et bien trop onéreux s'il coûte plus cher en termes de fonctionnement que ce qu'il rapporte.

Dans les dernières décennies, le mécanisme américain d'allocation des capitaux est devenu de plus en plus cher, même comparé au rendement global des capitaux distribués. Des années 1950 aux années 1980, les bénéfices réalisés par les sociétés financières (à l'exclusion des compagnies d'assurances et des sociétés immobilières) représentaient 10 % de l'ensemble des bénéfices réalisés dans l'économie américaine - un montant qui n'était pas excessif, tant que ce mode d'allocation des capitaux générait des bénéfices, fussent-ils modestes. Mais dans les années 1990, la part des bénéfices des sociétés financières est montée à 22 %. Et dans les années 2001-2005 - c'est-à-dire avant que la montée de l'endettement, de la titrisation et des marchés dérivés ne se transforme en crise mondiale -, ces sociétés accaparaient 34 % de l'ensemble des bénéfices réalisés aux États-Unis.

Même si cet extraordinaire prélèvement sur les bénéfices générés par les entreprises américaines avait attiré l'attention à l'époque, on est encore loin du coût total du fonctionnement du système financier. Celui-ci comprend également les salaires payés par les sociétés financières à leurs employés et les loyers qu'elles paient pour leurs bureaux (y compris l'équivalent loyer pour celles qui possèdent leurs propres locaux), sans compter les dépenses plus ordinaires comme l'eau et l'électricité, les frais de voyage et les budgets publicitaires.

Les plantureux salaires et bonus versés aux dirigeants financiers américains ont récemment largement attiré l'attention du public, notamment depuis que tant de grandes sociétés du secteur se sont trouvées en difficulté pendant la crise. Mais le phénomène ne peut être réduit à quelques individus au sommet de la hiérarchie dont les revenus démesurés ont suscité la colère du public car, de fait, ils comptent peu dans l'ensemble. De même que sa part des bénéfices

dans l'économie en général, la part des revenus et des salaires de l'industrie financière américaine a également progressé dans les dernières décennies. Il y a cinquante ans, elle représentait 3 % ; plus récemment, elle était de 7 %. La justification habituelle de ces hauts salaires (y compris des bonus à huit chiffres pour les mieux lotis) est qu'ils sont nécessaires pour attirer les talents qui permettent à ces sociétés de faire leur travail. Si cela est vrai, cela signifie que le mécanisme d'allocation des capitaux est intrinsèquement de plus en plus coûteux à mettre en œuvre. Le même principe s'applique aux autres dépenses du secteur financier. Peut-être que sans des bureaux somptueux dans les quartiers chics ou d'importantes publicités en *prime time*, le mécanisme d'allocation des capitaux ne pourrait remplir sa fonction. Mais dans ce cas, cela ne ferait qu'augmenter le coût de son fonctionnement.

Ici aussi, les principes de base d'une économie de marché sont valables : les dépenses consenties constituent la contre-valeur des ressources utilisées. Le fait que les sociétés financières rémunèrent davantage leurs salariés que les sociétés commerciales (sans parler du gouvernement et du secteur non lucratif) signifie qu'en moyenne, elles attirent les employés les plus talentueux et les plus énergiques. La proportion d'employés ayant une formation universitaire est depuis longtemps plus élevée dans le secteur financier. Les écarts de salaires avec les autres secteurs ont été multipliés par plus de trois au cours des trente dernières années. Le changement est visible dans les filières universitaires. À Harvard (où j'enseigne), dans les promotions récentes, plus d'un diplômé sur quatre est allé travailler dans les banques d'investissement, les *hedge funds*, les sociétés de capital-investissement et autres.

Au niveau individuel, personne ne peut reprocher quoi que ce soit à ces diplômés. Ils répondent aux incitations qui s'offrent à eux. En outre, celles-ci n'ont pratiquement rien à voir avec la manière dont fonctionne l'économie lucrative. En dépit des prêches des présidents d'université sur la noblesse de carrières humanitaires et autres emplois moins bien payés, ces jeunes gens sont suffisamment intelligents pour comprendre que le moment venu, leur université leur accordera son attention et sera d'autant plus encline à accepter leurs enfants, s'ils gagnent assez d'argent pour devenir des donateurs importants. Le fait que tant d'élèves parmi les plus brillants réagissent à de telles incitations n'a rien de surprenant.

La question est plutôt de savoir si dans son ensemble, l'orientation d'une aussi grande proportion des plus talentueux de nos jeunes concitoyens, des plus instruits et des plus motivés vers le secteur financier est la meilleure utilisation de ce qui est assurément l'une des ressources les plus précieuses de notre pays. Ces jeunes gens pourraient certainement

faire autre chose. S'ils ne sont pas vraiment nécessaires aux sociétés financières qui en emploient tellement - si ce qu'ils font là n'apporte que peu ou pas de valeur économique -, alors il y a aussi quelque chose qui ne va pas dans un autre marché qui distribue nos ressources économiques, en l'occurrence le marché du travail. Mais si le secteur financier est bien le lieu idéal pour l'emploi de leurs talents et de leur énergie, c'est un autre élément qui rend le mécanisme d'allocation des capitaux dans notre économie aussi coûteux.

Ce qui rend ces questions si complexes, mais aussi peut-être d'une telle importance, c'est que les tendances respectives des coûts et de l'efficacité de l'allocation des capitaux aux États-Unis semblent évoluer dans des directions opposées. Sur une période suffisamment longue - depuis la Seconde Guerre mondiale ou même plus -, la croissance de l'économie américaine et la hausse du niveau de vie qu'elle a entraînée indiquent assurément un système suffisamment dynamique. Le rôle important joué par les nouvelles sociétés dans cette croissance est une preuve supplémentaire que quel que soit le mécanisme qui a alloué le capital économique, il a fait du bon travail. Apple, Microsoft et Google ne sont que quelques-uns de ces nouveaux arrivants qui, avec les années, ont non seulement généré des bénéfices considérables pour leurs propriétaires et des revenus pour leurs employés, mais ont également changé la manière dont la majorité des Américains mènent leur vie quotidienne.

132

Cependant, les tendances plus récentes ont été moins rassurantes. Alors que le fonctionnement du système financier devenait plus coûteux - absorbant une plus grande partie du total des bénéfices de l'économie, requérant une part plus importante des travailleurs les plus talentueux, et ainsi de suite -, la performance de l'économie s'est avérée décevante. Sans parler de la récente bulle immobilière et de tous les coûts économiques associés à son éclatement (des coûts qui doivent être soustraits des gains économiques générés par le secteur financier), il n'y a pas non plus de grande satisfaction à tirer des bénéfices provenant des capitaux investis.

Dans le premier quart de siècle (1948-1973) qui a suivi le retour à une économie de paix après la Seconde Guerre mondiale, l'ensemble de la production non agricole américaine a augmenté en moyenne de 2,8 % plus vite que la quantité de facteur travail. Au cours des vingt années qui ont suivi (1973-1993), la croissance annuelle de la productivité dans le secteur non agricole a à peine ralenti de 1,4 %. Les événements du milieu des années 1990 ont suscité l'espoir que l'essor des technologies électroniques avait fait naître une nouvelle ère de croissance rapide de la productivité, mais les hausses plus récentes ont été médiocres. Pour l'ensemble de la période allant de 1993 à 2007, et ce, sans tenir compte

des effets de la récession provoquée par la crise financière, la croissance de la productivité n'a été que de 2,3 % en moyenne. Bien que les évolutions des salaires et de la productivité soient loin d'être parfaitement identiques sur des périodes de temps aussi longues, les variations de la productivité correspondent à des variations de salaires et donc de niveaux de vie. Après une prise en compte de l'inflation des prix, le salaire moyen dans les secteurs non agricoles a augmenté de 2,7 % par an de 1948 à 1973, mais seulement de 0,8 % de 1973 à 1993 et de 1,4 % de 1993 à 2007.

Personne ne croit que la performance de l'allocation des capitaux à l'économie soit responsable de toutes ces variations. En fait, une bonne partie du problème est que personne ne sait quelle est la part qui doit lui être attribuée. Les changements de tendances dans la technologie, l'éducation et la formation des travailleurs américains, en matière de régulation des affaires, de politiques fiscales et autres, qui ont influé sur le volume global de l'investissement, ont sans doute tous joué un rôle important. C'est également le cas de facteurs exogènes, et notamment des fluctuations souvent considérables des prix du pétrole et d'autres matières premières (souvenez-vous des années de chaos, après les hausses de prix décidées par le cartel de l'Opep en 1973 et en 1979), et de l'intensité de la concurrence des produits venant des pays étrangers (le Japon dans les années 1970 et la Chine depuis le début des années 1990).

Mais l'incapacité à savoir quelle proportion de la détérioration graduelle de la croissance de la productivité et du niveau de vie doit être attribuée au mécanisme d'allocation des capitaux dans l'économie américaine n'est pas la même chose que de savoir que, d'une manière ou d'une autre, le mécanisme d'allocation fait son travail aussi bien qu'il l'a toujours fait et que quelles que soient les contre-performances, elles doivent venir d'ailleurs. Ne pas savoir, c'est ne pas savoir.

C'est pourquoi, la première nécessité est de parvenir à savoir de manière quantitative, solidement établie, si le secteur financier fait bien son travail d'allocation des capitaux investis dans l'économie et ce qu'il coûte. La tâche la plus évidente - bien qu'à ma connaissance, personne ne l'ait entreprise - est de mesurer le coût total du fonctionnement du mécanisme d'allocation des capitaux. Je le répète, ces coûts n'incluent pas seulement les bénéfices réalisés, les salaires et les rémunérations versés, mais aussi les loyers et tous les autres frais engagés par le secteur financier dans l'exercice de son activité⁶. À combien s'élève ce montant total par rapport à la rentabilité globale des capitaux de toutes sortes investis dans l'économie américaine ? Quelle proportion de la rentabilité globale des capitaux investis

payons-nous pour le mécanisme qui en assure l'allocation ? Connaître cette réponse serait un progrès utile. Les calculs nécessaires, s'ils sont faits sérieusement, demanderaient du temps et beaucoup d'efforts. Mais, en principe du moins, la tâche est claire. Quelqu'un - peut-être un statisticien du Département du commerce, ou une équipe de chercheurs universitaires - devrait s'en charger et fournir une réponse.

Une tâche encore plus ardue serait d'inclure dans l'estimation du coût total celui des risques d'effondrement auxquels notre système financier moderne nous expose occasionnellement. Imaginez que nous cherchions à acheter une assurance contre les pertes - pas seulement les pertes nominales, mais aussi les productions perdues, les salaires et les bénéfices afférents - que la crise de 2007-? a provoquées. Combien serions-nous prêts à payer une telle assurance ? Ici aussi, une étude quantitative demanderait beaucoup de travail, mais la question est suffisamment claire.

La tâche la plus stimulante serait d'étudier cette relation sous l'angle de la performance. Dans quelle mesure le secteur financier assure-t-il bien l'allocation des investissements en capital dans notre économie ? Ici, la question n'est pas seulement une question de chiffres, mais aussi de théorie. Le principal problème est l'absence d'une référence manifeste : dans quelle mesure le secteur financier assure-t-il l'allocation des capitaux ? par rapport à quoi ?

Si nous n'allouions pas nos capitaux comme nous le faisons, en faisant confiance à nos banques et autres prêteurs privés, à nos marchés boursiers et obligataires pour assurer cette fonction, avec tous les coûts que cela implique, comment ferions-nous ?

Dans ce contexte, l'interminable débat actuel sur la manière de réformer notre système financier, chancelant et de plus en plus sujet aux accidents, rappelle de manière inquiétante les plaintes à l'encontre des politiques menées dans de nombreux pays européens pendant les années de la guerre froide. Dans certains pays, même les sympathisants des partis de centre-droit qui étaient alors au pouvoir reconnaissent les scléroses de ces formations, leurs programmes vides de sens et la corruption chronique de leurs dirigeants. Mais, disait-on à l'époque, que peut-on faire d'autre ? Il n'y avait que le communisme comme autre perspective et ce n'était pas une solution de rechange.

Après la dernière crise financière, tout le monde est maintenant bien conscient des insuffisances du système financier actuel. Mais la plupart des gens reconnaissent aussi le rôle important qu'il joue et les succès qu'il peut, à juste titre, revendiquer dans la promotion de l'économie dynamique et toujours à la pointe de la technologie que nous avons tellement appréciée pendant une grande partie de l'histoire de notre pays. Alors, quelle solution de rechange ? Même dans les limites étroites

du récent débat sur la réforme de la régulation financière, l'argument généralement invoqué était qu'une régulation réellement contraignante restreindrait la capacité des marchés à faire leur travail et que des tentatives plus mesurées de nouvelles régulations ne feraient qu'inciter nos institutions vitales à délocaliser vers des destinations *offshore* aux réglementations plus accommodantes.

La tâche plus fondamentale de définir une autre référence pour mesurer la qualité du travail des marchés financiers en matière d'allocation de nos capitaux limités est un défi bien plus vaste. Personne, assurément, n'envisage une planification centrale. La stagnation technologique et l'énorme gaspillage de ressources dans les économies qui se sont engagées dans cette voie sont trop bien connus. En conséquence, le défi théorique - et il est important - serait de mesurer l'efficacité de notre système d'allocation des investissements de capitaux en l'absence de toute référence précise. Supposons, par exemple, que le secteur financier américain ait été plus petit. Qu'est-ce qui aurait été différent, à part les revenus, les salaires et les loyers en moins ? Le montant total des capitaux investis dans notre économie aurait-il été différent ? L'allocation de nos capitaux entre la multitude d'alternatives concurrentes et donc la performance de l'industrie américaine auraient-elles été différentes ? Les questions sont suffisamment simples. La manière d'y répondre de façon quantitative est hautement complexe.

135

Une autre manière d'aborder cette tâche ambitieuse serait une approche historique (sur l'histoire récente, bien sûr). Comment le résultat des allocations de capitaux dans l'économie américaine au cours des vingt dernières années se compare-t-il aux vingt années antérieures ? Nous savons que notre allocation de capitaux est devenue beaucoup plus coûteuse au cours de cette période. Mais est-elle aussi devenue plus efficiente ? Se pourrait-il même qu'elle soit devenue moins efficiente ? Faute de la recherche nécessaire, la seule réponse honnête est que personne n'en sait rien.

Cependant, il existe au moins quelques actions concrètes que nous pouvons entreprendre sans avoir à attendre qu'une nouvelle mesure empirique et une nouvelle approche théorique puissent fournir des bases solides pour une telle réévaluation. L'une d'entre elles est d'imputer au secteur financier lui-même, et non plus au contribuable, la charge de réparer les dégâts que subissent les sociétés lorsque ses paris tournent mal. Plusieurs propositions récentes vont à peu près dans ce sens : par exemple, obliger les sociétés à émettre au moins une partie des engagements par lesquels elles se financent sous forme de titres qui seraient automatiquement convertibles en actions dès que se produirait une diminution, définie à l'avance, du capital de ces sociétés. Il est probable

que l'émission de ces titres serait plus coûteuse que des obligations ou du papier commercial ordinaires. Cette différence de coût serait une sorte de prime d'assurance ; en réalité, la société émettrice achèterait son « assurance-sauvetage » sur le marché plutôt que de l'obtenir gratuitement par le biais des contribuables.

L'objection, évidemment, est que certaines sociétés pourraient ne pas être en mesure d'assurer les fins de mois si elles devaient se financer partiellement de cette manière. Mais un tel argument n'est qu'une autre façon de dire que ces sociétés seraient incapables de survivre sans les subventions fournies par le contribuable sous la forme de l'assurance dont elles bénéficient aujourd'hui gratuitement. S'il en est ainsi, ces sociétés ne devraient peut-être pas être en activité. Par contre, si leur activité est suffisamment importante pour que les contribuables la subventionnent, cela devrait avoir des conséquences sur la manière dont ces sociétés peuvent fixer les prix de leurs produits, la manière dont ces sociétés et les contribuables partagent les bénéfices quand les paris réussissent et la manière dont les opérateurs d'une activité financée par le secteur public sont payés.

Une deuxième proposition bien connue, qui ne dépend pas non plus d'une nouvelle analyse en profondeur ou d'une nouvelle mesure des coûts et des avantages, est de décourager certaines formes de transactions qui absorbent de grandes quantités de ressources et exposent l'économie à de graves risques, mais ne remplissent manifestement que des fonctions économiques limitées. D'une manière perverse, alors que les coûts d'opération du système financier ont augmenté ces dernières années - des coûts qui incluent de manière importante l'absorption d'un nombre croissant de meilleurs jeunes talents disponibles dans l'économie -, les plus fortes rémunérations, et donc le plus grand attrait pour cette ressource humaine rare, se situent dans certains secteurs de l'activité financière qui contribuent le moins utilement à l'économie. Le plus récent exemple est celui du *high speed trading* qui utilise des techniques informatiques pour tirer parti de petits écarts passagers du prix de certaines valeurs par rapport à leurs cours normaux.

Compte tenu des salaires et des bonus que les sociétés paient dans ce type d'activité, il n'est pas étonnant que nombre de meilleurs jeunes mathématiciens et physiciens de notre pays - des diplômés dont les études ont été essentiellement payées par des fonds publics ou des dons privés - se précipitent vers ces emplois. Mais il est difficile de voir en quoi l'activité consistant à réagir en une nanoseconde à un microécart de prix apporte quelque chose à la faculté du système financier d'assurer la moindre de ses fonctions économiques. Et si l'une de ces sociétés venait à se trouver dans de graves difficultés, elle exposerait l'ensemble des marchés financiers à de graves risques⁷.

Une manière de mettre un terme à ces activités économiquement inutiles, proposée il y a des années par l'économiste James Tobin de l'université de Yale, serait d'imposer une petite taxe sur toutes les transactions qui sont inversées au bout d'un certain laps de temps, ou plus simplement sur toutes les transactions financières. Pour un investisseur qui achète une action dans l'espoir que son prix va monter à l'avenir, cette taxe serait une soustraction négligeable du rendement envisagé. Pour une société utilisant un système électronique de transaction qui vend et achète des actions de milliers de sociétés plusieurs fois par jour, cette taxe serait un obstacle sérieux. En outre, si le produit de cette taxe était utilisé pour réduire les taux d'imposition des plus-values sur les capitaux à long terme (dans la législation actuelle, le « long terme » est de plus d'un an), le résultat ne serait pas seulement de décourager des transactions économiquement improductives, mais de réduire le poids de l'impôt sur le type d'investissements qui contribue probablement à allouer le mieux les capitaux dans l'économie.

Une troisième action que pourraient entreprendre les Pouvoirs publics serait de faire la distinction - à des fins comptables, réglementaires et fiscales et pour savoir quelles sociétés secourir en cas de crise - entre les pertes subies qui sont la contrepartie financière d'une véritable perte de richesse pour l'économie et les pertes qui ne sont que la partie perdante d'un jeu à somme nulle (de sorte que pour chaque dollar perdu par une institution, quelqu'un d'autre gagne un dollar).

La richesse physique totale de l'économie américaine, 57 000 Md\$ (186 000 dollars par personne) à la fin de l'année 2008, est constituée des maisons, des immeubles d'appartements, des usines, des machines, des stocks, des immeubles de bureaux, des ordinateurs, des installations militaires et des matériels - civils et militaires - appartenant au gouvernement à tous les niveaux. Le bâti, privé et public, représente 44 000 Md\$ de ce total, à l'exclusion de la valeur foncière des bâtiments publics, les équipements et les logiciels, 7 000 Md\$, les biens durables de toutes sortes, 5 000 Md\$ et les stocks des entreprises et des commerces, 2 000 Md\$. Les biens immatériels, comme l'éducation qui rend la main-d'œuvre américaine si productive, les brevets scientifiques et autres aspects du savoir-faire commercial sont probablement aussi importants, mais ils sont pratiquement impossibles à exprimer en dollars. La valeur des biens intangibles d'une entreprise est probablement incorporée dans le prix de ses actions, mais séparer cet élément du reste de la valeur d'une société - y compris les usines et les machines qu'elle possède - pose problème non seulement sur le plan pratique, mais aussi sur le plan théorique.

En plus de cela, les ménages, les entreprises et les administra-

tions détiennent de nombreux instruments financiers : à la fin de l'année 2008, cela représentait 140 000 Md\$. Les 16 000 Md\$ d'actions de sociétés en circulation (qui valaient 26 000 Md\$ à peine deux ans auparavant) représentent la propriété des actifs et des bénéfices sous-jacents de ces sociétés et donc au moins une créance sur l'un des éléments principaux de la richesse économique totale. Mais ce n'est pas le cas pour la plupart des autres instruments financiers échangés sur les marchés américains. La plupart d'entre eux sont des instruments de dettes qui représentent un actif pour une partie, mais un engagement pour une autre. Ils constituent une richesse aux yeux de ceux qui les possèdent, mais pour l'économie dans son ensemble, la richesse du propriétaire est annulée par l'engagement du débiteur. Même les dépôts bancaires ne sont pas des richesses pour l'économie considérée comme un tout : ils sont certes des actifs pour les déposants, mais aussi un passif pour les banques.

À la suite des événements de la crise récente, l'exemple le plus clair d'une perte qui constitue une véritable perte de valeurs pour l'économie est la chute du prix des maisons. Lorsque la valeur d'une maison diminue, c'est une perte de richesse pour l'économie réelle. Si le propriétaire continue de rembourser son emprunt (ou est totalement propriétaire), il supporte la totalité de la perte ; l'actif net de la personne est diminué de la totalité de la baisse du prix. Si le propriétaire ne rembourse pas le prêt, quelqu'un d'autre - soit la banque qui a prêté l'argent au départ, soit un investisseur à qui la banque a revendu le prêt - subit également une part de la perte. Si le gouvernement intervient et rembourse la banque ou l'investisseur, le contribuable supportera aussi une partie de la dette. Quelle que soit la manière dont la perte est répartie, quelqu'un doit la supporter et cela est inévitable. Une grande partie du débat sur la récente crise portait (et porte encore) sur la manière de répartir ces pertes entre les propriétaires, les banques, les investisseurs qui ont racheté les prêts et les contribuables. Mais les pertes qui sont apparues doivent être supportées par quelqu'un et l'économie américaine en est appauvrie.

Mais un grand nombre des pertes les plus lourdes subies par les institutions financières américaines dans la crise n'ont rien à voir avec les pertes de richesse de l'économie. Elles sont simplement la partie perdante d'un jeu à somme nulle, dans lequel une partie a eu raison et l'autre tort et dans lequel le montant gagné par le vainqueur est identique au montant perdu par le perdant. L'exemple le plus transparent de ce phénomène, et le plus important de cette crise, est celui des CDS (*credit default swaps*).

Un CDS est un contrat qui est actionné lorsqu'une certaine société (aucune des deux parties au contrat) ne peut pas honorer sa dette.

Lorsqu'une banque qui a prêté de l'argent à une société a recours à un CDS pour se protéger de la perte qu'elle subirait si la société ne pouvait honorer sa dette, la perte que subit l'autre partie en cas de défaut de paiement est le reflet d'une perte de richesse de l'économie - la part du créateur dans la baisse de la valeur totale de la société. Mais dans le cas de la plupart des CDS négociés aux États-Unis à l'heure actuelle, le montant des encours est de loin supérieur aux montants de dettes qui sont assurés. En 2009, la valeur des CDS existant aux États-Unis était de 36 000 Md\$, soit trois fois le montant de l'ensemble des obligations émises par toutes les sociétés américaines, et elle représente un multiple encore plus grand de l'endettement des sociétés sur lesquelles les contrats ont été rédigés. C'est pourquoi la grande majorité de ces *swaps* n'a rien de commun avec la manière dont les intervenants des marchés financiers se répartissent les risques de pertes de richesse réelle. Au contraire, leur raison d'être est simplement de générer des gains pour les sociétés qui parient correctement sur la direction dans laquelle les prix de ces contrats vont évoluer, gains qui correspondent exactement aux pertes de celles qui ont parié sur l'autre direction.

La distinction entre les pertes qui correspondent à de véritables reculs de la richesse économique et celles qui ne sont que la partie perdante d'un jeu à somme nulle a des implications potentiellement importantes. Il n'y a pas de raison que la comptabilité financière ou le code fiscal traitent ces deux situations de la même manière⁸. La distinction devrait également être prise en compte en matière de régulation. En particulier, les sociétés susceptibles de recevoir une aide publique en cas de difficultés devraient voir les montants de leur exposition à ce type de risques limités. Enfin, une fois qu'une institution financière est en difficulté, le fait qu'elle le soit parce qu'elle participe à de véritables pertes de l'économie ou parce qu'elle se trouve du mauvais côté d'un jeu à somme nulle devrait être pris en compte dans la décision concernant un éventuel sauvetage public.

De telles mesures devraient décourager les formes d'activité financière les moins susceptibles de contribuer à la réalisation par le secteur financier des fonctions économiques que nous souhaitons qu'il remplisse. Elles contribueraient aussi à réduire le coût de fonctionnement de ce secteur, en restreignant certaines activités exercées aujourd'hui qui n'apportent que peu ou pas de valeur économique. Certaines de ces mesures contribueraient également à réduire le risque d'événements, comme la crise actuelle, qui génèrent des coûts soit sous la forme de revenus ou de bénéfices perdus dans le contexte d'une récession, soit sous la forme d'une charge imposée aux contribuables.

La question principale reste cependant de savoir dans quelle

mesure notre système financier assure sa fonction la plus fondamentale - l'allocation de nos capitaux limités d'investissement - et à quel prix. En l'absence de cette information, ni la défense du *statu quo*, ni l'étude d'autres solutions n'ont beaucoup de sens.

NOTES

1. Voir : Rockoff H. (2009), « Upon Daedalian Wings of Paper Money : Adam Smith and the Crisis of 1772 », National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, n° 15594, décembre, pour une analyse des opinions de Smith. J'ai découvert l'existence de la lettre de Hume à Smith pour la première fois en lisant le texte de Rockoff.

2. Sinon, elles n'auraient guère eu de raisons de conserver dans leur propre bilan des titres de créances hypothécaires sur lesquelles elles avaient déjà touché des commissions pour les avoir montées et vendues.

3. Car ce qui compte pour n'importe quel prêt hypothécaire individuel est le prix de la maison qui sert de garantie à ce prêt et une plus grande dispersion des variations de prix autour d'un taux de décroissance moyen ne fait qu'aggraver les risques de défaillance.

4. Car pour un instrument comme une obligation qui promet un rendement annuel fixe, qu'il soit adossé à une hypothèque ou non, le prix et le rendement varient inversement. Si une obligation promet de payer 60 dollars par an, le taux de rendement réel pour un investisseur qui l'a achetée 1 000 dollars est de 6 % ; si le prix tombe à 800 dollars, le taux de rendement réel pour celui qui l'achète à ce prix est de 7,5 %.

5. En dépit de l'état déprimé du secteur, les salaires hebdomadaires dans la construction étaient en moyenne de 852 dollars, pour 726 dollars dans l'industrie et 389 dollars seulement dans le commerce de détail.

6. En revanche, ils ne comprennent pas les coûts liés à la fourniture d'autres services, comme la gestion du système des paiements.

7. En 1998, lorsque LTCM (Long Term Capital Management) devint incapable de faire face à ses obligations, la Federal Reserve a été amenée à organiser un consortium bancaire pour reprendre cette société. À la différence de la crise récente, ce sauvetage n'a pas eu recours à l'argent des contribuables.

8. Les particuliers, par exemple, n'obtiennent pas le même dégrèvement pour leurs pertes dans les casinos de Las Vegas et celles subies sur leur portefeuille boursier.