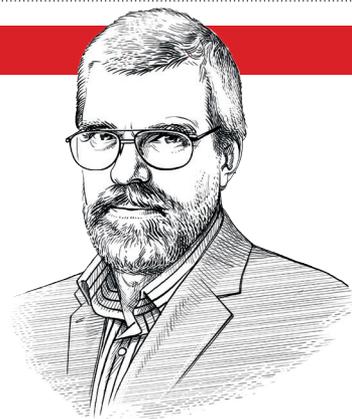


# Sieste sur un volcan en activité

PAR PAUL H. DEMBINSKI



**L**ES PREMIERS SIGNES ANNONCIATEURS de la tempête financière datent de l'été 2007 quand les agences de rating ont baissé les scores de plusieurs centaines d'instruments adossés à des crédits hypothécaires américains dits subprimes. Mais il faut attendre l'été 2008 pour que le caractère «toxique» de ces subprimes mette en danger d'autres segments de l'activité financière. La crise culmine avec la faillite, le 15 septembre, de Lehman Brothers. Surprises par le manque de résilience du système, les banques centrales paniquent à leur tour et noient le monde dans une liquidité surabondante. Parallèlement, les gouvernements offrent des garanties à un certain nombre d'institutions aux dimensions planétaires. Tout cela dérègle durablement les principaux instruments et réflexes financiers basés sur deux notions centrales: celle du risque (anesthésiée par les garanties) et celle de rendement liée aux taux d'intérêt (proches de zéro). Cette situation prévaut dix ans plus tard, c'est-à-dire aujourd'hui. L'économie mondiale est toujours sous perfusion des banques centrales, même si la Réserve fédérale semble avoir opté tout dernièrement pour un début de «normalisation».

Tout d'abord, aujourd'hui, le volume de l'endettement – ménages, entreprises et secteur public confondus – bat jour après jour les records. Cela s'explique pour partie par les taux historiquement bas pour les débiteurs, mais aussi par le fait que le mode de croissance de notre économie continue à être dopé par la dette. Or, cette même dette doit être financée, cela donne du travail (et des commissions) aux intermédiaires et absorbe de l'épargne qui, de ce fait, devient captive des marchés financiers et exposée aux effets potentiellement dévastateurs d'une remontée des taux.

Ensuite, l'addition des opérations de sauvetage et de stabilisation n'a toujours pas été payée. En effet, l'injection massive de liquidités par les banques centrales aurait dû – selon les manuels en tout cas – donner lieu à une vague d'inflation, ce qui aurait, d'une part, ponctionné le pouvoir d'achat du citoyen moyen et, d'autre part, la-

miné le poids des remboursements pour les débiteurs. Or, contrairement aux prévisions, cette socialisation du coût de la crise n'a pas eu lieu et la facture reste donc largement ouverte. Pire, son règlement a été reporté: en effet, la liquidité surabondante semble être allée du côté des bourses qui continuent à battre record sur record. Les banques centrales auraient ainsi financé une bulle boursière (et immobilière) aux dimensions planétaires.

Finalement, à la suite de la crise, les autorités ont renforcé le cadre réglementaire des activités bancaires, notamment en augmentant les exigences de fonds propres. Cela a incité le déplacement d'une partie des opérations financières vers le «shadow banking», c'est-à-dire vers des formes institutionnelles ne relevant pas directement de l'activité bancaire, donc de la réglementation cor-

respondante. Il s'ensuit qu'aujourd'hui une part importante des activités les plus rémunératrices, mais aussi les plus risquées, se passent en dehors du périmètre de la supervision. C'est dans le shadow banking que se loge aujourd'hui le vrai risque systémique.

## Fuite en avant

Cette situation est-elle viable à long terme? Deux éléments de réponse. Le sentiment d'être

assis sur une caisse de nitroglycérine étant assez largement partagé, il est certain que ce sentiment n'incite ni à la sérénité ni aux décisions à long terme. On le constate aussi bien dans les relations internationales que dans les rapports humains quotidiens qui semblent se tendre de jour en jour.

Cela étant, une réplique de la crise financière aura des conséquences potentiellement catastrophiques du fait des volumes, mais aussi des interdépendances et des canaux de transmission innombrables et mal connus. Il s'ensuit donc que le comportement grégaire s'impose, personne n'ayant ni les moyens ni le courage pour sortir du rang et déclencher la déflagration. La situation est-elle viable? Oui, aussi longtemps que le refus du réalisme suffit à nourrir la fuite en avant.

PAUL H. DEMBINSKI est économiste, professeur à l'Université de Fribourg et directeur de l'Observatoire de la finance à Genève.

## Aujourd'hui, le vrai risque systémique se loge dans le shadow banking, en dehors de toute supervision