

FINANCE : «La purge n'est pas terminée»

Date de parution: Mercredi 17 septembre 2008

Auteur: Jean-Pascal Baechler

MARCHES. Selon Paul Dembinski, le réseau de contreparties empêche l'appréciation des risques.

Paul Dembinski, professeur à l'Université de Fribourg et directeur de l'Observatoire de la finance à Genève, estime que les banques centrales réagissent comme si elles évoluaient dans le brouillard.

Le Temps: Y a-t-il un risque de déflation?

Paul Dembinski: Théoriquement, il n'est pas exclu. La déflation est une période de baisse de prix, en raison d'une crise de surproduction ou quand la demande n'est plus au rendez-vous. Il s'agit d'une spirale que nous n'avons plus connue en Occident depuis longtemps. Mais, si l'on prend la crise de 1929 en exemple, nous nous dirigeons plutôt vers une période d'inflation, conséquence du sauvetage d'institutions financières.

- N'y a-t-il pas un parallèle avec la crise japonaise?

- La chute des marchés boursiers suit une longue envolée des cours expliquée par des méthodes de valorisation censées se référer aux fondamentaux, tels le «discounted cash-flow», dont certains disent qu'elles sont pourries. Ce qui est possible, c'est une réduction massive des volumes d'épargne en circulation, pas une déflation.

Les marchés financiers ne sont pas inclus dans la mesure d'inflation. Mais les indices pourraient très bien être considérés comme une mesure d'une certaine forme de cette dernière. Et ce que montre la dégringolade des cours, c'est qu'une forme de déflation financière n'est pas impossible.

- L'entrelacement des contreparties rend-il le problème plus aigu?

- Les contrats swaps n'ont qu'une fonction, voiler l'identité de l'emprunteur au prêteur. Une grande partie de l'ingénierie financière a pour but de substituer les débiteurs à l'insu du prêteur. On se retrouve ainsi avec un enchevêtrement opaque de liens, qui empêche les régulateurs et les opérateurs financiers d'apprécier où sont les risques. Quand on tire un fil, on ne sait pas où est la pelote. En analysant les données de 2005, on constate que la valeur de tous les actifs financiers (sans les dérivés) représente 4 fois le PIB mondial. Le volume de transactions sur ces actifs financiers est encore huit fois supérieur à celui de ces derniers. L'enchevêtrement naît aussi de ce volume de transactions pharamineux. Chaque transaction est un fil qui se tend.

- Assiste-t-on à la purge finale?

- On parle d'actifs financiers pour un total de 150 000 milliards. Il faut ajouter deux fois ce montant en valeur notionnelle de dérivées, qui neuf fois sur dix donnent lieu à des transactions de gré à gré dont la transparence est nulle. Les banques centrales réagissent comme si elles évoluaient dans le brouillard. Si ces dernières n'ont pas de vision, comment un opérateur peut-il en avoir une? On peut aussi observer que les 510 milliards de dollars amortis par les banques depuis le début de la crise représentent à peine 0,003% du total des actifs. Nous ne sommes probablement pas au bout de la purge.

Il faudra encore longtemps pour découvrir ce qui doit encore être purgé. Quand le marché disparaît, quand la qualité des prix devient discutable, tout prend l'eau et la panique n'est pas loin. Tout l'édifice de la valorisation dépend de la qualité des prix. Prenez l'exemple d'un négociant en vin qui vend un bouteille par année: ce prix ne peut pas servir à valoriser son stock de 100 000 bouteilles.

- Etes-vous pessimiste?

- Il y a une crise structurelle dans le secteur financier. De même que la sidérurgie ou l'automobile ont pu se trouver en situation de surproduction, la finance s'est mise à surproduire des actifs financiers. Les conséquences affecteront aussi notamment les fonds de pension et posent la question du financement des retraites. Celle-ci n'est pas que financière, mais également sociale et politique. Elle a en outre une dimension démographique. En Suisse, les salariés devront peut-être penser à financer eux-mêmes une partie de leur retraite. Avec une croissance moyenne de 2 ou 3% par an, le deuxième pilier ne pourra pas produire des rendements de 3, 4, 5 ou 6%.

- Quelles sont les conséquences de la crise sur l'économie réelle?

- En Suisse, la finance représente environ 15% du PIB et 10% de l'emploi. Il s'agit donc d'un secteur où les salaires sont élevés, et il pourrait y avoir un effet sur la consommation du haut de gamme. Mais je ne vois pas de relais de transmission qui pourrait faire s'arrêter la machine économique au-delà d'un choc structurel sur la finance.

J'attends aussi une poussée d'inflation. Ce sera une manière d'alléger les dettes et de faire fondre le stock d'épargne qui étouffe l'économie. Cette épargne ne trouve plus la voie de l'investissement pour devenir capacité de production. Elle reste dans un état intermédiaire «financiarisé», semi-liquide entre l'épargne liquide et monétaire et l'investissement corporel, mais qui demande un rendement quotidien.