

L'épargne doit financer la croissance

A l'équilibre, l'épargne mondiale est égale à l'investissement mondial, mais il faut tenir compte :

- *de la nature des investissements financés par l'épargne ;*
- *de la nature des actifs financiers utilisés pour financer les investissements.*

Nous défendons la thèse suivante : il serait optimal que l'épargne s'investisse directement dans des actifs financiers qui permettent de financer l'accroissement du capital productif matériel (équipements des entreprises, infrastructures publiques utiles) ou immatériel (R&D, éducation....).

Or, dans la période récente, la situation a été très différente : l'épargne a été, d'une part, massivement détournée vers le financement de l'investissement immobilier des ménages (en volume et en prix) ; d'autre part, elle a de plus en plus transité par des actifs financiers intermédiaires, qui ne sont pas conçus pour être des supports naturels d'épargne, ces deux anomalies ont provoqué ainsi des distorsions néfastes : développement excessif des marchés dérivés (cas des CDS avec les CDOs synthétiques, des marchés à terme de matières premières), hausse anormale des prix des actifs sous-jacents de ces marchés dérivés jusqu'à la crise de l'été 2007 (avec un resserrement excessif des spreads de crédit, hausse sans lien avec les fondamentaux des prix des matières premières).

Il serait donc utile économiquement que l'épargne revienne directement s'investir dans les actifs financiers liés à la croissance (actions et obligations d'entreprises, PPP, financement des start-up), ce qui changerait évidemment le rôle de la finance.

A l'équilibre, l'épargne finance l'investissement, mais la manière dont elle le fait est importante

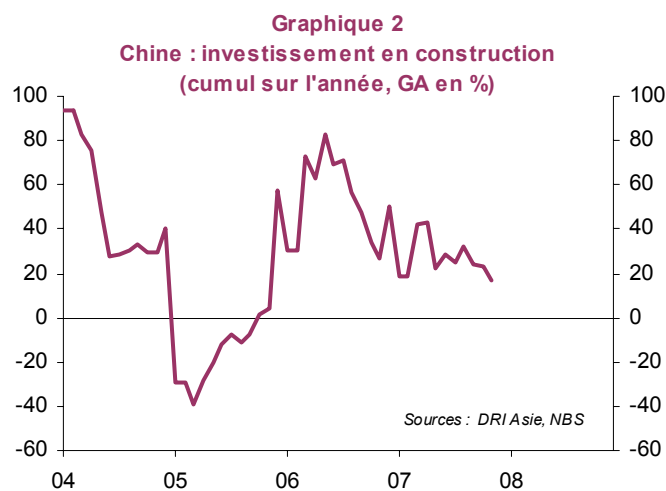
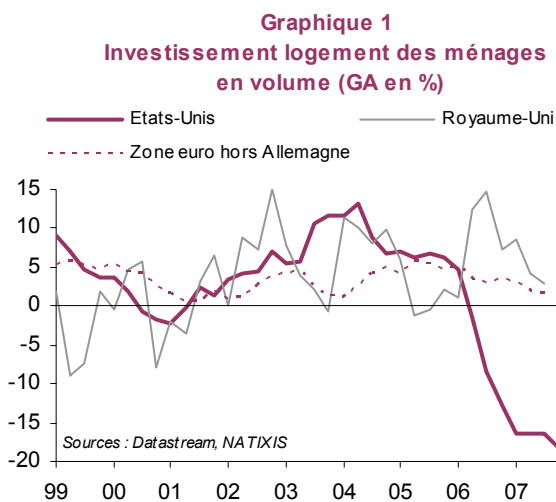
A l'équilibre, l'épargne mondiale disponible détermine le niveau mondial d'investissement (une baisse de l'épargne réduit le montant des investissements en faisant augmenter la productivité marginale du capital à l'équilibre), **mais il faut aller plus loin pour analyser l'efficacité de l'intermédiation financière :**

- de quels investissements s'agit-il ?
- par quels types d'actifs le financement de l'investissement est-il intermédié ?

Supposons que l'épargne s'investisse initialement dans **un actif purement spéculatif dont l'offre est fixe**. Il en résulte une hausse du prix d'équilibre de cet actif. Les acheteurs ont consacré leur épargne à faire monter le prix de cet actif spéculatif, ce qui est déstabilisant ; les vendeurs récupèrent la plus value en capital, identique à l'épargne des acheteurs, et peuvent l'utiliser pour investir. L'épargne sert aussi finalement à financer l'investissement, mais, au passage, elle a déclenché une bulle sur le prix d'un actif. Il faut donc examiner **si la nature des actifs par lesquels transite l'épargne ne peut pas être génératrice de perturbations**. Nous verrons que c'est le cas, **en particulier quand ces actifs ne sont pas destinés à servir de support aux investissements financiers** (actifs de couverture, matières premières...).

L'épargne a été détournée vers l'investissement logement des ménages

De 2002 à 2006, l'investissement logement des ménages progresse rapidement aux États-Unis, dans la zone euro (hors Allemagne), au Royaume-Uni (**graphique 1**), et aussi dans les pays émergents (comme la Chine, sauf en 2005, **graphique 2**).

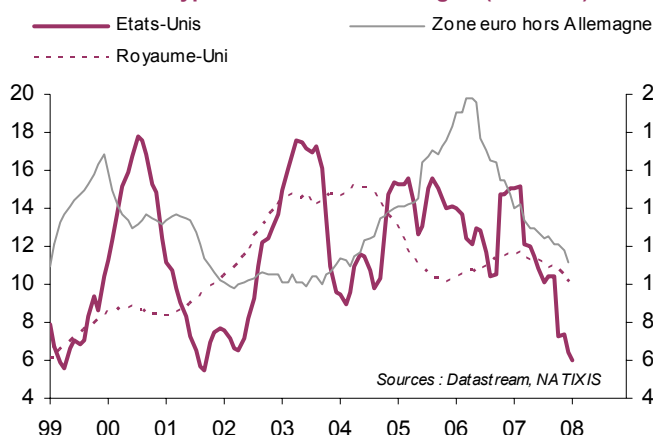


Une partie importante de l'épargne mondiale a donc été consacrée au financement de l'investissement logement avec l'intermédiation des banques lorsqu'il s'agit de crédit immobilier, (**graphique 3**), et des marchés financiers lorsque qu'il s'agit de crédits titrisés.

Le cas des États-Unis est particulièrement intéressant. Le déficit extérieur des États-Unis, dont le financement prélève une partie importante de l'épargne mondiale, est lié au besoin de financement des ménages américains (**graphique 4**).

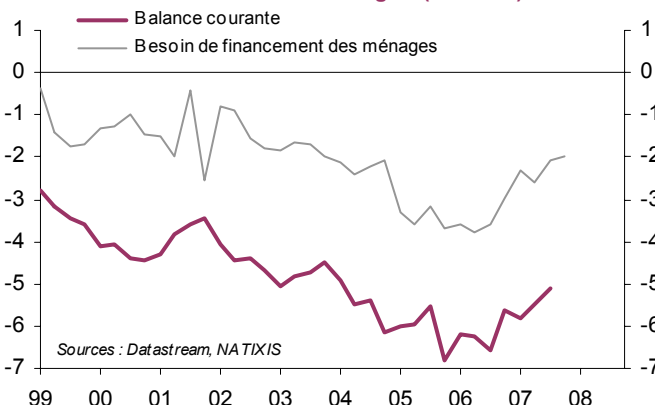
Graphique 3

Crédits hypothécaires aux ménages (GA en %)



Graphique 4

États-Unis : balance courante et besoin de financement des ménages (en %PIB)

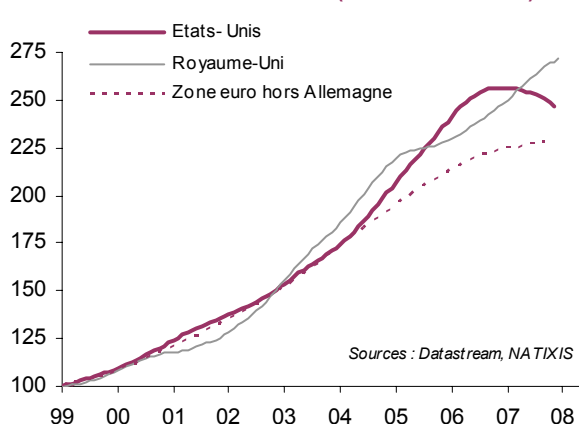


Cette situation est inefficace pour deux raisons :

- l'investissement en logements n'est pas efficace pour augmenter la croissance potentielle d'un pays ; il vaudrait mieux, si l'objectif est d'accroître la production et le revenu, canaliser l'épargne vers les investissements productifs ou générateurs de progrès technique ;
- la canalisation de l'épargne vers le financement de l'investissement en logements a eu comme effet **de faire apparaître une bulle sur les prix de l'immobilier résidentiel**. Comme il a été dit plus haut, si l'épargne investie en logements en fait monter les prix (et pas le volume d'investissement), les plus-values en capital payées par les acheteurs sont récupérées par les vendeurs, et l'épargne peut donc être à nouveau utilisée pour financer des investissements. Mais, au passage, il apparaît **une hausse excessive des prix de l'immobilier (graphique 5)** avec tous les effets négatifs induits : excès d'endettement des ménages (**graphique 6**), crise financière lorsque les prix de l'immobilier se retournent à la baisse...

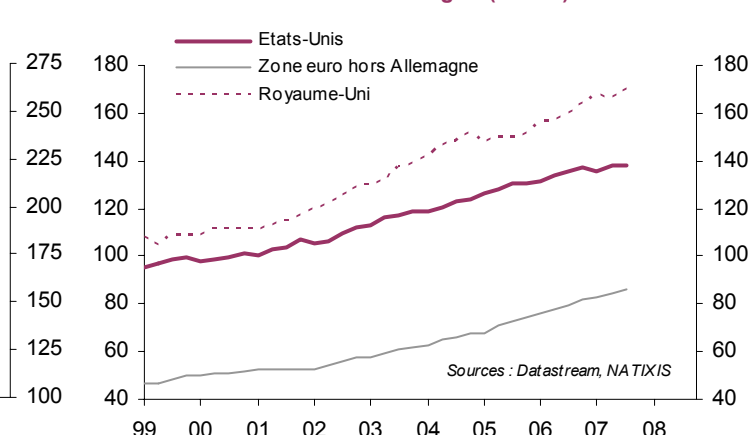
Graphique 5

Prix des maisons (base 100 en 1999)



Graphique 6

Dettes des ménages (% RDB)



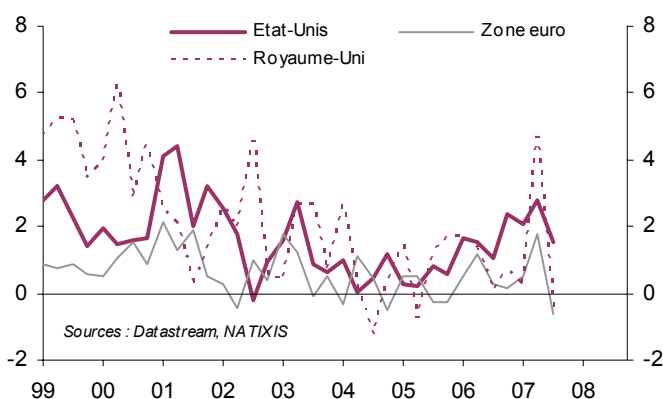
Le développement d'actifs financiers « illégitimes »

On a aussi vu, dans la période récente, l'épargne s'investir dans des actifs financiers « illégitimes », au sens où ce sont des actifs artificiels, qui ne devraient pas normalement servir de support à l'épargne, puisqu'ils ne financent pas les investissements.

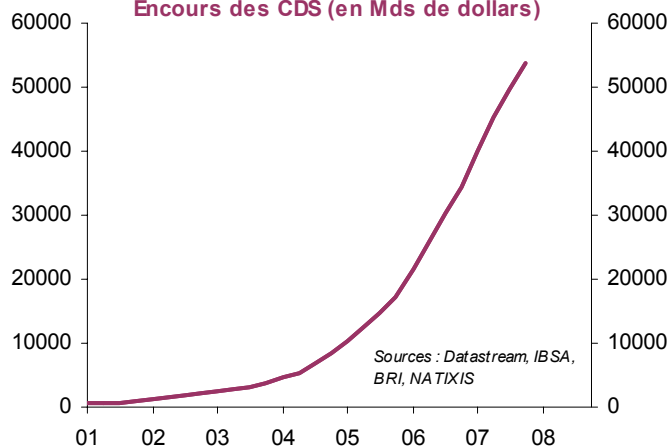
On peut donner deux exemples :

- alors que les émissions d'obligations d'entreprise sont faibles (**graphique 7**), on a vu un développement considérable du marché des dérivés de crédit (CDS, **graphique 8**), reflétant celui des CDOs synthétiques. L'investissement de l'épargne en CDOs synthétiques ne conduit pas un supplément d'émissions obligataires ou d'investissement des entreprises ; il s'agit donc bien d'un actif financier « illégitime » au sens défini plus haut ;
- après la crise de l'été 2007, les investisseurs ont dirigé leurs flux d'épargne vers les marchés à terme des matières premières, d'où la hausse considérable des prix au comptant des matières premières concernées (pétrole, métaux précieux, produits alimentaires, **graphiques 9 a – b – c – d**).

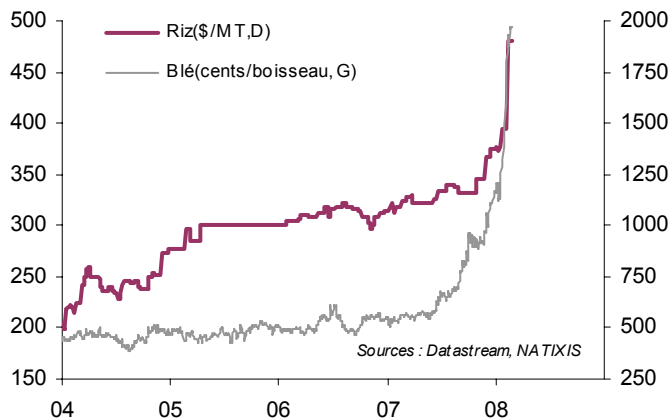
Graphique 7
Emissions nettes d'obligations par les entreprises non financières (en % du PIB)



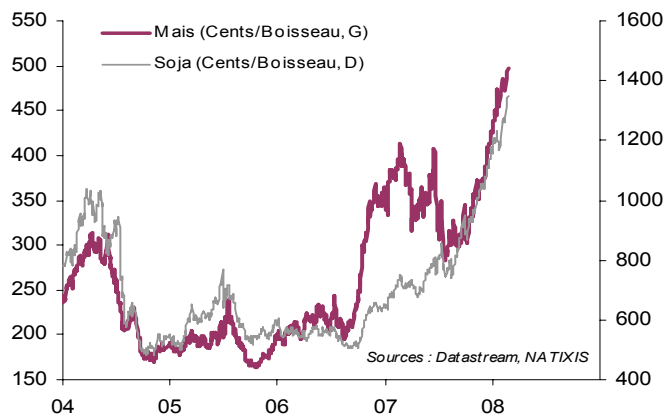
Graphique 8
Encours des CDS (en Mds de dollars)

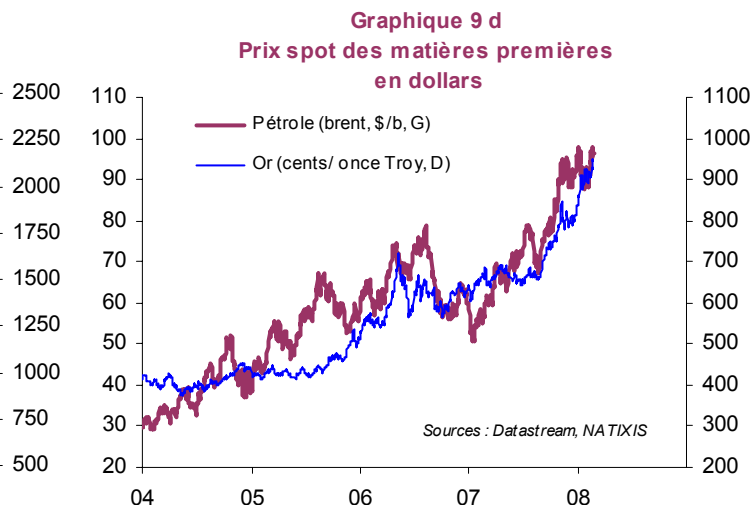
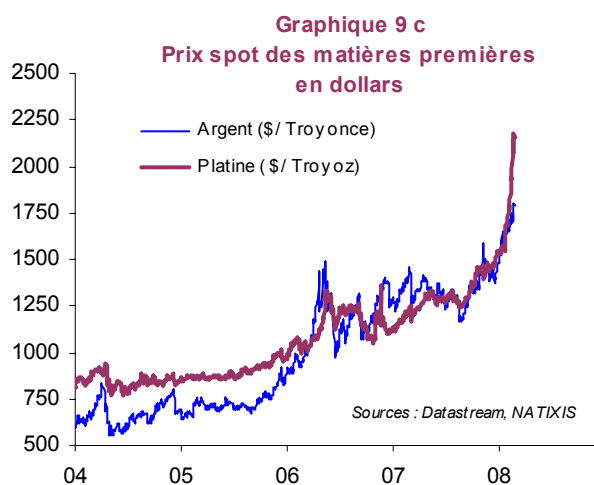


Graphique 9 a
Prix spot des matières premières en dollars



Graphique 9 b
Prix spot des matières premières en dollars



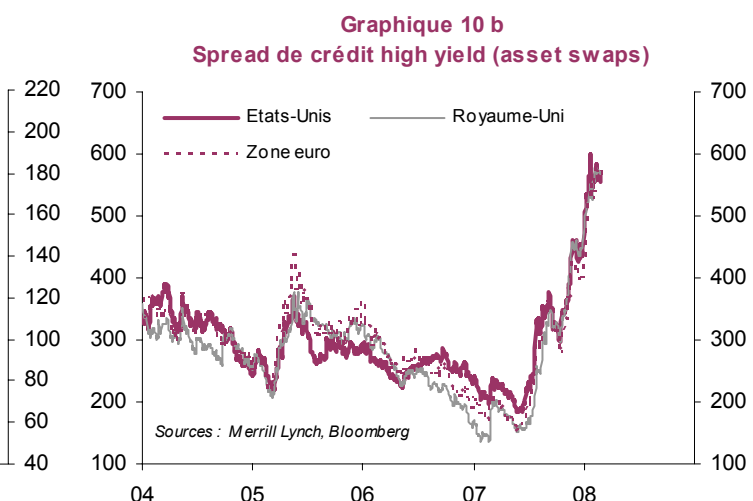
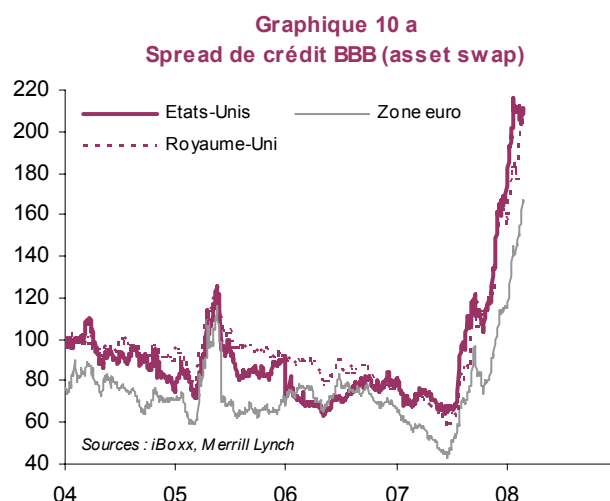


Les marchés à terme de matières premières ne sont pas normalement faits pour servir de support au placement de l'épargne ; ils servent en principe à la couverture des acheteurs de matières premières en ayant un besoin lié à leur production.

A nouveau, l'investissement de l'épargne sur ce type d'actif n'empêche pas que, in fine, l'épargne finance des investissements réels. Si par exemple l'épargne s'investit en matières premières, le prix des matières premières monte, et les vendeurs de matières premières reçoivent un revenu supplémentaire qui peut financer des investissements réels.

Mais le fait que l'épargne transite par des actifs qui ne sont pas conçus pour recevoir des placements financiers a des inconvénients graves :

- **taille excessive des marchés dérivés** (crédit, matières premières « illégitimes »...) par rapport aux marchés au comptant ;
- **hausse excessive et injustifiée des prix des sous-jacents** des actifs ; dans les exemples que nous prenons ici, hausse des prix des matières premières (graphiques 9 a – b – c – d) sans rapport avec la situation des marchés physiques de matières premières et resserrement excessif des spreads de crédit avant la crise de l'été 2007 (**graphiques 10 a – b**).



Synthèse : pour une utilisation directe de l'épargne pour financer la croissance

La période récente a vu, de notre point de vue, se développer deux anomalies :

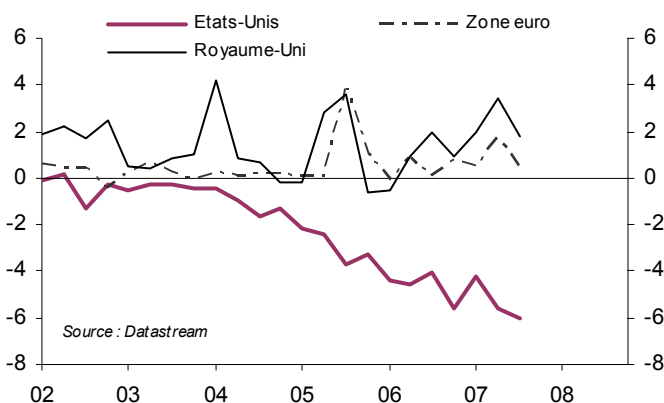
- une partie excessive de l'épargne mondiale a été utilisée pour financer l'investissement en logements des ménages ;
- l'épargne s'est investie dans des actifs qui ne sont pas conçus pour recevoir des flux d'épargne (CDS au travers des CDOS, matières premières).

Ceci a provoqué une baisse de la partie de l'épargne qui finance des investissements qui accroissent la production potentielle, des bulles sur les prix des actifs, des anomalies de valorisation des actifs qui reçoivent des flux d'épargne « illégitimes » et un développement excessif des marchés dérivés.

Il vaudrait beaucoup mieux, d'après nous, que l'épargne mondiale soit investie directement :

- en actifs d'entreprises (obligations et actions, dont les émissions ont été anormalement faibles, graphiques 7 et 11).
- dans le financement des start-up, des PME innovantes ;
- dans le financement d'infrastructures publiques utiles.

Graphique 11
Emissions nettes d'actions par les entreprises non financières (en % du PIB)



La finance, au lieu de développer des actifs « artificiels » dont le sous-jacent n'aboutit pas au financement d'investissements utiles, pourrait se consacrer à faciliter le financement de la croissance (en rendant plus liquides les actifs correspondants, en simplifiant le profil de risque...). Il s'agirait d'une forme de structuration permettant de réduire le coût du financement de l'acquisition de capital, de l'innovation et des infrastructures.