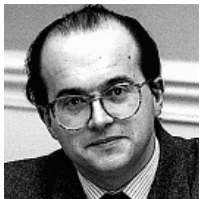


La crise asiatique a démontré qu'un niveau élevé d'épargne n'est pas une garantie. Il est tout aussi essentiel pour les pays d'avoir des systèmes d'intermédiation efficaces capables de conseiller et d'effectuer les meilleures allocations d'actifs tout en maîtrisant les risques.

Épargne : quantité, qualité ou système ?



Jean-Paul Betbèze
Directeur des études
économiques et financières
Crédit Lyonnais

«Le niveau élevé d'un taux d'épargne n'est pas, en soi, un signe positif : la crise d'Asie est le dernier exemple en date de cette erreur d'analyse.»

Parce qu'il paraît tomber sous le sens, le concept d'épargne est redoutable. Pourquoi ? Parce qu'il est en réalité très difficile de mesurer l'épargne, d'en apprécier la nature et donc, a fortiori, la qualité. L'épargne, nous dit-on, est un solde. Solde entre des recettes et des dépenses, qui va être ensuite utilisé pour acquérir biens et titres.

Cette épargne ainsi manifestée, soit sous forme réelle, soit sous forme financière, est censée permettre de la croissance, soit par la mobilisation d'équipements, de savoirs, par la constitution de normes et de procédures, soit par le sentiment et/ou le niveau de protection qu'elle procure quand le revenu fléchit dans l'économie (cycle) ou chez le ménage (changement d'activité, chômage, activité moins rémunérée, retraite).

Bien sûr, voici réunis un ensemble d'éléments disparates, micro et macro-économiques, réels ou non, de court ou de long terme. Mais c'est bien la nature de l'épargne que d'évoquer toutes ces réalités et de permettre tous ces développements. Rien de surprenant donc si l'épargne est en général valorisée, d'abord sous forme quantitative, puis qualitative. Épargner, c'est bien ; beaucoup épargner, c'est mieux ; beaucoup épargner bien, c'est encore mieux. Par malheur, ce n'est pas si simple.

L'erreur de quantification

Si l'on considère que les ménages sont les seuls vrais épargnants, on estime généralement leur taux absolu d'épargne comme un indicateur de préparation du futur. Un pays à taux d'épargne élevé est ainsi jugé plus sûr qu'un autre, car plus apte à maîtriser et guider son destin. Mais cette vision quantitative est évidemment

fausse : le taux d'épargne dépend, en amont, des systèmes qui organisent la protection sociale, l'assurance chômage, les retraites. On ne peut ainsi comparer les soldes recettes moins dépenses entre pays sans prendre en considération les dépenses, et notamment les niveaux de dépenses d'assurance sociale, de protection sociale, de cohésion sociale qu'ils contiennent.

Bref, le niveau absolu du taux d'épargne n'est pas, en soi, suffisant pour fonder un jugement. Le niveau élevé d'un taux d'épargne n'est pas, en soi, un signe positif : la crise d'Asie est le dernier exemple en date de cette erreur d'analyse. Un faible niveau de dépenses sociales peut être en effet porteur de fragilités, car d'imprévoyances ; laisser les ressources disponibles au niveau de l'agent individuel ne donne pas de garantie sur son comportement.

Symétriquement, un niveau relativement plus faible d'épargne, où une part des dépenses futures serait mutualisée, peut également masquer des organisations administratives lourdes, coûteuses et des détournements des procédures d'assurance et d'assistance. Bref, il n'y a pas de lien mécanique entre niveaux de taux d'épargne et taux de croissance à moyen et long terme.

L'erreur d'affectation

Quand on étudie ensuite l'affectation de l'épargne, la tentation est grande de la compartimenter en trois :

- l'épargne bancaire,
- l'épargne d'assurance,
- l'épargne financière.

La première se transformerait alors en crédits, la deuxième en Bons du Trésor et actions, la troisième en produits finançant directement ou indirectement les entreprises (actions, obligations, papier commercial et Opcvm).

L'erreur, ici, consiste à assimiler produits à circuits. Or, placer son épargne en produits bancaires ne revient évidemment pas à faire du crédit bancaire ; acquérir un produit d'assurance vie n'est pas financer le budget de l'État, et acquérir un titre d'Opcvm n'est ni financer une firme, ni un État. Ce qui importe, ce n'est pas le support en soi mais la qualité du circuit, c'est-à-dire l'ensemble des mesures permettant d'apprécier les placements qui s'offrent, leur degré de risque et, en face, les caractéristiques des actifs financiers.

On ne peut en fait parler de qualité des actifs financiers ou de qualité de l'épargne : on doit parler de qualité des circuits de financement, de qualité de l'intermédiation financière.

Ainsi, un marché financier développé n'est pas nécessairement celui du financement direct des entreprises par les ménages, sans friction, sans intermédiaire, dans un monde parfait de rationalité et d'information. Il requiert en fait des systèmes d'intermédiations de plus en plus complexes, analysant les sociétés, les émetteurs, leurs comportements spécifiques, cycliques, leurs corrélations internes, pour proposer ensuite des produits bénéficiant de certaines caractéristiques de rendement et de risque, et les regrouper en fonction du profil de placement voulu par l'épargnant (ou son représentant).

En même temps, ces intermédiaires vont faire l'étude des produits actions et obligations des sociétés, et aussi des produits titrisés vendus par les banques. Et à leur tour, ces intermédiaires font l'objet d'études sur les ressources dont ils disposent, leurs méthodes, au-delà même de leur *track record*.

Renforcer la qualité des systèmes d'intermédiation

Car les banques ne sont évidemment pas absentes des systèmes de financement les plus modernes. Les entreprises américaines se financent très peu par actions : à peu près rien sur longue période, des niveaux négatifs depuis 1995. Parallèlement, les ménages américains désinvestissent en direct, massivement, depuis 1993.

Le tout, apparemment, sans que la croissance américaine s'arrête. Le crédit bancaire n'est donc pas enterré par l'épargne, d'autant que les crédits deviennent, par cession sur le marché, des produits d'épargne.

Ceci prouve bien que la quantité ou la qualité de l'épargne n'ont pas, en elles-mêmes, de sens. Ce qui importe, c'est la qualité des systèmes d'intermédiation, leur capacité d'analyse, leur sérieux interne (audit), leurs procédures externes de véri-

fication, leurs modalités de prise et de suivi du risque, leur procédure d'allocation de portefeuille, le suivi de leurs coûts, leur *reporting*. Face au modèle quantitatif de l'épargne, n'oublions pas que les pays d'Asie avaient des taux d'épargne élevés, et que le Japon a toujours été le bon élève du sérieux et de l'abnégation. Mais, derrière, cette épargne a alimenté des bulles immobilières (Japon, Hong-kong, Chine), des rotations excessives des portefeuilles des particuliers (Japon), des investissements étrangers non couverts (Japon), des prises de risque considérables (Corée), des surinvestissements industriels (Asie du Sud-Est), générateurs de surcapacités et de guerre des prix.

Face au modèle désintermédié, n'oublions ni les difficultés qu'il y a à choisir soi-même, ni les succès du système américain où fonctionnent harmonieusement financement bancaire et systèmes très développés d'*asset management*, avec des systèmes réciproques de *signalling*.

Oublier le critère de taux d'épargne

Il ressort de ces propos généraux que l'essentiel réside dans la qualité des systèmes d'intermédiation. Ce sont eux qui font la différence, pas le taux d'épargne, pas la «longueur» de l'épargne, pas son niveau de désintermédiation. Foin donc des propos péremptoirs (et en fait moralisateurs) sur la nécessité d'un taux d'épargne «élevé», foin aussi des propos prétendument modernes (et moralisateurs) sur l'intérêt de la finance directe. Les systèmes d'intermédiation sont là pour aiguiller, aiguillonner, stabiliser, fiabiliser, signaler, aller et revenir.

Ce sont eux qui traitent l'information, analysent, conseillent, en interne et en externe, monitorent les processus d'allocation de ressources. Voilà pourquoi la seule déréglementation défendable est celle qui consiste à abandonner les monopoles de produits à conditions réglementées (taux, fiscalité) et seuls habilités à effectuer certains financements. Ces circuits, évidemment, distordent le processus d'affectation des ressources tout en étant, eux-mêmes, sous-efficaces.

Voilà pourquoi il est dangereux d'affaiblir, ici ou ailleurs, nos systèmes d'intermédiation, de réduire leurs marges, c'est-à-dire, directement ou indirectement, leur capacité d'analyse, de prospection, de prise de risque et de confection de produits destinés à des clients spécifiés par leur aversion au risque, leurs niveau et nature de revenu et de patrimoine.

Moralité : pour renforcer l'épargne, il faut renforcer les systèmes d'intermédiation. ■

«On ne peut en fait parler de qualité des actifs financiers ou de qualité de l'épargne : on doit parler de qualité des circuits de financement, de qualité de l'intermédiation financière.»

«Moralité : pour renforcer l'épargne, il faut renforcer les systèmes d'intermédiation.»