

Leslie Sheng Shen

Pourquoi la guerre affecte le crédit dans les pays en paix

Les banques préfèrent réduire les risques sur leur marché national plutôt qu'abandonner leurs opérations dans les pays en guerre, observe l'économiste

L'augmentation du risque consécutif à des événements géopolitiques à l'étranger, tels que l'invasion russe de l'Ukraine, l'escalade des tensions entre la Chine et Taïwan ou le conflit au Proche-Orient, ont un impact systématique et négatif sur les conditions de prêt des banques américaines sur le marché américain. Il peut paraître paradoxal qu'un risque géopolitique à l'étranger affecte ainsi le marché domestique. Le mécanisme est le suivant : l'augmentation du risque géopolitique accroît le risque de crédit des banques exposées aux pays concernés. Et lorsque ces banques prennent des mesures pour se soumettre aux exigences de fonds propres et pour réduire cette exposition, restreindre le prêt domestique est souvent la méthode la plus facile, alors que, de façon surprenante, elles continuent de prêter à des pays dans lesquels le risque géopolitique augmente.

L'étude « Geopolitical Risk and Global Banking » (Friederike Niepmann et Leslie Sheng Shen, non publiée), présentée samedi 9 décembre au CEPR Paris Symposium, a en particulier documenté une nette augmentation de la probabilité moyenne de dé-

faut sur les prêts consentis à des emprunteurs russes et ukrainiens, après l'annexion de la Crimée par la Russie à la fin de 2013 et l'invasion de l'Ukraine au début de 2022. Cet effet est aussi manifeste sur un ensemble d'événements géopolitiques et a un impact significatif sur le risque de crédit agrégé des banques exposées.

Les exigences de fonds propres limitent les risques que les banques sont autorisées à prendre, et celles-ci doivent répondre aux augmentations du risque de crédit en réduisant l'exposition de



IL PEUT PARAÎTRE PARADOXAL QU'UN RISQUE GÉOPOLITIQUE À L'ÉTRANGER AFFECTE LE MARCHÉ DOMESTIQUE

leur portefeuille. On pourrait s'attendre à ce qu'elles réduisent leur exposition aux pays dans lesquels le risque géopolitique s'accroît. Or on constate au contraire que les banques exposées poursuivent en grande partie leurs prêts extérieurs.

Ces prêts extérieurs se présentent sous deux formes : les banques peuvent prêter localement au travers de leurs succursales ou filiales à l'étranger, ou bien elles prêtent de manière transfrontalière, par le biais de leurs établissements dans leur pays d'origine. Notre analyse montre que si les banques ont tendance à réduire leurs prêts depuis les établissements situés hors des pays où augmente le risque géopolitique, leurs prêts au travers de sièges locaux dans ces mêmes pays se poursuivent, voire augmentent. Pourquoi ?

Difficiles arbitrages

Certains aspects des événements ayant suivi l'invasion russe de l'Ukraine, en février 2022, peuvent aider à expliquer ce paradoxe. Au moment de l'invasion, plusieurs grandes banques mondiales, parmi lesquelles l'italienne UniCredit, la française Société générale (SG), l'américaine Citigroup et l'autrichienne Raiffeisen Bank International (RBI) étaient fortement exposées en Russie. SG a vendu (à perte) sa filiale russe peu après l'invasion, mais les autres banques mondiales se retirent beaucoup plus lentement. UniCredit, Citigroup et RBI sont toujours propriétaires de leurs filiales russes.

Citigroup réduit progressivement la surface de sa filiale et est en train de vendre son portefeuille, mais UniCredit et RBI continuent de gérer leurs filiales russes à peu près de la même manière qu'auparavant. Il se murmure que ces banques attendraient une occasion de vendre leurs filiales russes. Mais toute vente de ce type nécessite l'approbation de Vladimir Poutine et pourrait se solder par un coût élevé pour la banque, en particulier si ladite filiale lui procure un flux de revenus important. Par exemple, RBI, qui gère la dixième

plus grosse banque russe, génère environ 40 % du chiffre d'affaires de son groupe en Russie, de sorte que son capital subirait un coup important si elle quittait le pays.

C'est là un exemple de la difficulté des arbitrages auxquels les banques sont confrontées lorsqu'elles veulent se séparer d'actifs dans leurs opérations à l'étranger. Il est beaucoup plus difficile de trouver un acheteur et de vendre à un prix raisonnable lorsque le risque géopolitique est élevé. Plus grosse est une filiale étrangère par rapport aux autres établissements d'une banque, et plus la part de ses recettes est importante pour la banque, plus celle-ci aura du mal à absorber les pertes consécutives à sa vente.

Or ces banques doivent continuer à satisfaire aux exigences réglementaires en matière de fonds propres. Elles sont obligées de compenser l'augmentation du risque de crédit provoquée par tel ou tel événement géopolitique. C'est la raison pour laquelle une bonne partie de la réaffectation du risque provient de la réduction des prêts domestiques sur leurs marchés d'origine, où il est plus facile de réaffecter l'investissement. Nos recherches montrent que plus une banque est exposée à des pays affectés par le risque géopolitique, plus elle réduit ses prêts domestiques. Des bouleversements qui semblent lointains peuvent avoir ainsi un impact important sur nos économies locales. ■

(Traduit de l'anglais par Gilles Berton)

Leslie Sheng Shen est économiste à la banque de la Réserve fédérale, à Boston. Les points de vue exposés dans cet article sont de la responsabilité exclusive de son autrice et ne doivent pas être interprétés comme reflétant les points de vue de la banque de la Réserve fédérale, à Boston, ni de toute autre personne impliquée dans le système de la Réserve fédérale

Jean Imbs Du choc local au choc global

Les crises mondiales sont les manifestations de la propagation planétaire d'événements très spécifiques et très localisés, explique le chercheur

Guerre en Ukraine et crise énergétique, réveil mondial de l'inflation, pandémie en 2020, crise des subprimes douze ans plus tôt : ce début de XXI^e siècle a été caractérisé par des événements aux conséquences planétaires, des chocs mondiaux qui affectent la plus grande part de l'économie mondiale.

On entend souvent que ces chocs sont le signe d'un monde globalisé, duquel il serait devenu impossible de s'isoler. Pourtant, ce n'est pas la première fois dans l'histoire contemporaine que de tels événements ont lieu. La grippe espagnole de 1918 a été vraisemblablement plus meurtrière que le Covid-19 ; les guerres impliquant des pays producteurs de matières premières et notamment de pétrole ont émaillé le XX^e siècle ; l'inflation était presque partout galopante dans les années 1970 et 1980 ; la Grande Dépression de 1929 reste à ce jour la plus dévastatrice de l'ère moderne.

Un indice de risque géopolitique global mis au point par deux chercheurs de la Réserve fédérale des Etats-Unis propose une quantification édifiante (« Measuring geopolitical risk », Dario Caldara et Matteo Iacoviello, *American Economic Review* n° 112/4 avril 2022). L'indice atteint ses valeurs les plus élevées, autour de 500, pendant les deux guerres mondiales. Il valait 300 lors des attaques du 11 septembre 2001, 250 lors de l'invasion de l'Irak, en

janvier 1991, 167 lors de l'invasion de l'Ukraine, en février 2022. En novembre 2023, il est à peine de 138. Il semblerait que l'incertitude géopolitique a diminué depuis la fin du XX^e siècle. Penser que le monde est devenu aujourd'hui plus risqué qu'avant serait-il le résultat d'une perception sélective ? En fait, ce ne sont pas les chocs sous-jacents qui ont changé, ce sont les mécanismes qui les transforment en phénomènes globaux. Et ce n'est pas l'intensité de la globalisation qui est en jeu, mais plutôt sa nature.

Isolation du risque

Jusqu'à la fin du XX^e siècle, la globalisation des échanges était fondée sur un commerce « horizontal » : on échangeait des matières premières contre des produits manufacturiers, souvent entre une ex-colonie et son ex-pouvoir colonial. Evidemment, un coup d'Etat dans un pays exportateur de cobalt ou de cuivre affectait au premier chef les importateurs de ces matières premières. Et, dans le cas du pétrole, cela concernait beaucoup d'importateurs. Mais, d'une manière générale, les conséquences restaient confinées aux secteurs qui utilisent ces matières premières de manière intensive, comme le secteur automobile pendant les chocs pétroliers des années 1970.

Depuis les années 1990, les échanges commerciaux se sont développés de manière plutôt « verticale », tissant des réseaux au sein desquels chaque producteur dépend d'un très grand nombre d'autres producteurs. L'exemple typique est l'iPhone, dont la production met en jeu, de manière codépendante, de très nombreux opérateurs dans de très nombreux secteurs situés partout sur la planète. Dans un tel environnement, un choc pourtant confiné sectoriellement et géographiquement peut avoir des effets globaux dévastateurs. L'exemple historique reste les énergies fossiles, et la guerre en Ukraine en a été une illustration.

Mais, dans une économie de chaînes de valeur globales, ce qui est vrai du pétrole peut l'être de bien d'autres matières premières : les semi-conducteurs, le lithium, les métaux rares. Après tout, le Covid-19 a débuté dans une province manufacturière de la Chine, et la crise des subprimes a été déclenchée par un krach immobilier relativement mineur aux Etats-Unis. La majorité de la volatilité de l'économie mondiale provient de chocs affectant très peu d'activités dans un endroit précis : le risque global tout comme le risque pays sont en fait les manifestations de la propagation planétaire d'événements très spécifiques et très localisés (« Most global and country shocks are in fact sector shocks », Lukas Boeckelmann, Jean Imbs et Laurent Pauwels, document de travail, NYUAD, octobre 2023).

Quelles leçons en tirer ? D'abord, le fait que les risques globaux et les risques pays soient très localisés suggère des conséquences très hétérogènes selon l'exposition de tel ou tel pays aux chaînes de valeur. Ensuite, cette localisation des chocs rend possible une forme d'isolation du risque par la relocalisation, pour peu que l'origine des chocs soit identifiable. Bien sûr, cela ne veut pas dire que ce soit désirable, car il n'est jamais évident que les gains d'une telle relocalisation couvrent les coûts du risque évité. Cependant, la possibilité d'une répétition de chocs géopolitiques similaires à ceux du XX^e siècle et de leur propagation rend de tels calculs, hélas, d'actualité. ■

Jean Imbs est professeur d'économie à l'École d'économie de Paris et à New York University Abu Dhabi (NYUAD), et chercheur associé au Centre for Economic Policy Research (CEPR, Paris)



LA CHRONIQUE
DE THOMAS PIKETTY

Repenser l'Europe après Jacques Delors

Avec la disparition de Jacques Delors, président de la Commission européenne de 1985 à 1995, c'est une page de l'histoire européenne qui se tourne. Il est temps de faire aujourd'hui le bilan critique de cette période décisive et d'en tirer des leçons pour l'avenir, à quelques mois des élections européennes de 2024.

Acte unique en 1986 (libre circulation des biens et des services), directive européenne de 1988 sur la libéralisation des flux de capitaux, traité de Maastricht en 1992 : c'est peu dire que nous connaissons aujourd'hui fut modelée au cours de cette période. En particulier, c'est le traité de Maastricht, adopté de justesse par les électeurs français en septembre 1992 (51 % de oui), qui transforme l'ancienne Communauté économique européenne (CEE, instituée en 1957 par le traité de Rome) en Union européenne (UE) et la dote d'une monnaie unique.

Comme prévu en 1992, l'euro entre en vigueur en 1999 pour les entreprises et en 2002 pour les particuliers. Le traité constitutionnel de 2005, rejeté en France par référendum (55 % de non) puis adopté par la voie parlementaire après quelques menus changements sous la forme du traité de Lisbonne en 2007, se contente au fond de consolider les décisions cruciales prises entre 1986 et 1992 et de constitutionnaliser les principes de libre concurrence et de libre circulation, sans nouveauté majeure. Le traité budgétaire de 2012 durcit les critères de Maastricht fixés en 1992 sur la dette et les déficits, là encore sans innovation centrale.

Pour comprendre ce qui se joue dans les négociations européennes décisives menées entre 1985 et 1995, l'ouvrage de référence reste celui publié en 2007 par Rawi Abdelal (*Capital Rules. The Construction of Global Finance*, Harvard University Press, 2007, non traduit en français). A partir de dizaines d'entretiens approfondis avec les principaux acteurs politiques et hauts fonctionnaires européens de l'époque, en particulier Jacques Delors et Pascal Lamy, Abdelal analyse avec finesse les visions de l'avenir et les marges de négociation des uns et des autres.

Aucune fiscalité commune

Pour résumer, le pari des socialistes français est que la création de l'euro et de la Banque centrale européenne (BCE), puissante institution fédérale prenant ses décisions à la majorité des voix, permettra à terme la constitution d'une puissance publique européenne capable de réguler les forces économiques plus efficacement que n'a réussi à le faire le gouvernement français d'union de la gauche issu des élections de 1981. Pour obtenir ce résultat, ils accèdent à la demande centrale des chrétiens-démocrates allemands, qui plaident pour une libéralisation absolue des flux de capitaux, sans aucune régulation publique, et en particulier sans aucune fiscalité commune, question cruciale et largement négligée par Mitterrand et Delors lors des négociations. Les bases du compromis sont posées.

Trente ans plus tard, le bilan de ces innovations radicales est forcément nuancé. D'un côté, la BCE a joué un rôle central pour éviter un effondrement généralisé après la crise financière de 2008 et celle liée au Covid-19. Après quelques errements initiaux lors de la crise grecque et de l'inutile rechte austéritaire de 2012-2013, le mode de décision à la majorité a permis à la BCE de passer outre les veto nationaux (notamment allemands) et de mobiliser rapidement et efficacement des sommes considérables pour stabiliser l'économie et réduire les écarts de taux d'intérêt au sein de la zone euro. Personne ne sait ce qui se serait passé sans la mon-

LES RÈGLES EUROPÉENNES ONT PUISSAMMENT CONTRIBUÉ À EXACERBER LE DUMPING FISCAL

naie unique, et force est de constater que les pays nordiques restés à l'écart de l'euro ne s'en sont pas si mal sortis (sans plus). Toujours est-il qu'aucun acteur politique crédible ne propose aujourd'hui de revenir au franc.

D'un autre côté, chacun comprend que la création monétaire ne peut à elle seule régler tous les problèmes. Les banquiers centraux se sont en outre montrés bien plus allants pour sauver les banques et les banquiers que pour permettre d'investir dans la

formation, la santé et le climat. Ils ont ainsi contribué à accroître la concentration des fortunes, les plus riches bénéficiant du gonflement des actifs boursiers et immobiliers permis par les rachats de titres et l'argent public, alors que l'épargne des plus modestes est laminée par l'inflation en cours. Les règles européennes de libre circulation des capitaux fixées en 1992 se sont révélées tellement extrêmes et déstabilisantes que même le FMI a décidé après la crise asiatique de 1997 puis celle de 2008 de réintroduire certaines formes de contrôles des capitaux pour les flux de court terme.

Les nouvelles règles européennes ont aussi puissamment contribué à exacerber le dumping fiscal : baisse sans fin de l'impôt sur les sociétés, développement sans précédent des paradis fiscaux, sous-imposition structurelle des milliardaires et multimillionnaires. Politiquement, les référendums de 1992 et 2005 ont fortement contribué à éloigner une partie des classes populaires des urnes et de la gauche. Le « non » de 2005 constitue ainsi le meilleur prédicateur du vote RN en 2022, notamment dans les villes moyennes touchées par la désindustrialisation.

Que faire face à cet héritage complexe ? D'abord, proposer enfin à nos partenaires de constituer au sein de l'UE un noyau dur capable de prendre des décisions à la majorité sur le plan budgétaire, fiscal et environnemental. Même si cette « union parlementaire européenne » ne voit pas le jour dans l'immédiat, elle reste l'objectif central. Ensuite, il sera sans doute indispensable de prendre des mesures unilatérales substantielles face au dumping fiscal, social et environnemental intra-européen et extra-européen. Cela provoquera des crises complexes mais surmontables si l'on garde un cap internationaliste conséquent, et probablement inévitables si l'on veut sortir des blocages actuels. ■

Thomas Piketty est directeur d'études à l'École des hautes études en sciences sociales, École d'économie de Paris