

La fin de la dictature des marchés ?

Intervention de
M. Jacques de Larosière,

lors du débat organisé par NYSE Euronext et le Cercle des économistes

On sait que les marchés sont la base de l'économie. Ils permettent à la concurrence de s'exercer, aux prix de se former, à l'épargne de s'investir et ils donnent aux producteurs, aux consommateurs et aux investisseurs les informations indispensables.

Il n'est pas question de remettre en cause cette évidence. Mais il faut s'interroger sur les excès ou les aberrations constatés depuis quelques années dans le fonctionnement des marchés financiers.

I. D'abord, quelques illustrations de ce que l'on appelle parfois le gonflement excessif de la « sphère financière »

- La « finance »¹ représente 4 fois le PIB mondial.
- Les profits² des institutions financières aux Etats-Unis ont représenté, avant la crise, jusqu'à 30 % du total des bénéfices de toutes les entreprises, alors que

¹ Total de la capitalisation boursière, du stock d'obligations et de l'actif des banques en 2009 (source FMI).

² Les profits des 1.000 plus grandes banques mondiales sont passés de 300 milliards \$ en 2000 à 800 milliards en 2008. Voir Andrew Haldane : "The Contribution of the Financial Sector : Miracle or Mirage", Bank of England (Chart 4), July 14-2010.

la valeur ajoutée de ces institutions dans le total du PIB américain était de l'ordre de 8 % (contre 3 % en 1950)³.

- Les retours sur capital des grandes institutions financières mondiales ont progressé jusqu'à dépasser 20 % en moyenne, soit à peu près deux fois le chiffre du secteur non financier⁴.
- Le « leverage » des banques (multiplicateur-crédit des fonds propres) a atteint, avant la crise, des proportions inconnues dans l'histoire (des taux de levier de 50 à 100 fois alors que les moyennes anciennes étaient plus près de 10 à 20)⁵.
- La titrisation, c'est-à-dire la capacité qu'ont les banques à sortir les crédits de leurs bilans pour les vendre sur le marché a enregistré des records absolus (environ 5 trillion \$ titrisés en 2006 contre un en 2000).
- Le « shadow banking system » (banques parallèles non réglementées : hedge funds, dark pools, GSE, money market funds ...) représente environ 16.000 milliards d'actifs, soit plus que le secteur bancaire régulé (13.000 milliards).
- L'encours notionnel des dérivés⁶ a explosé (700.000 milliards de \$ de dérivés de gré à gré en Juin 2011 - soit une croissance de 18 % au premier semestre de l'année - contre 100.000 en 2000) et constitue une masse sans rapport avec les sous-jacents économiques (l'encours notionnel brut des seuls CDS représente environ 40 % du PIB mondial).
- Nombre d'institutions financières - en principe destinées à intermédiaire l'épargne des déposants vers les entreprises - ont fini par faire « tourner en vase clos » leurs opérations de trading en couvrant, par exemple, auprès d'autres institutions, les protections vendues à leurs clients, ce qui explique la masse accumulée du notionnel brut des CDS. De fait, une grande partie de leurs transactions s'effectue entre elles, sans lien direct avec l'économie.

³ Voir Andrew Haldane, déjà cité, chart 3

⁴ Voir Andrew Haldane, déjà cité. Chart 18

⁵ Voir Andrew Haldane, déjà cité, Chart 25. La dette des institutions financières aux Etats-Unis est passée d'environ 20 % du PIB en 1983 à 120 % en 2007 (au Royaume Uni, les chiffres correspondants sont de 50 % et de 240 %). Source Oliver Wyman. La taille des actifs des banques anglaises en % du PIB est passée de 50 % en 1975 à 520 % en 2006 (les chiffres correspondants pour les banques US sont 70 % et 105 %). Voir Haldane, charts 19 et 20.

⁶ L'encours brut notionnel des dérivés de taux est passé de 0 en 1993 à 553 trillions à mi-2011. Quant à l'encours notionnel brut total du seul marché des CDS, il était de 32 trillions à mi-2011 (valeur de marché : 1.300 milliards), chiffres arrondis - Source : BRI (nov. 2011)

Celles des banques qui étaient faiblement dotées en dépôts, ont investi imprudemment en produits financiers complexes (à base de « subprime » notamment) et ont massivement emprunté - sous forme de « wholesale funding » - auprès des « non banques ». Ces ressources se sont brutalement tarées en 2007 précipitant la crise.

Au total, on peut s'interroger - sans encore avoir de réponse claire - sur ce qu'a pu représenter l'apport concret à la croissance économique des 20 dernières années d'innovations financières.

II. Pourquoi ces dérèglements se sont-ils produits ?

- D'abord parce que depuis 1971, les taux de change ont été autorisés à flotter. L'abandon de la discipline des taux de change instituée à Bretton Woods a fait basculer le système mondial vers une tolérance maximale des déficits courants, massifs et croissants, des Etats-Unis⁷. Cela a entraîné, avec les interventions systématiques des pays créditeurs sur les marchés des changes pour empêcher leurs devises de s'apprécier, une croissance considérable de la liquidité mondiale et donc des marchés financiers.
- Ensuite, la politique monétaire - centrée sur le contrôle de l'inflation des prix à la consommation - s'est désintéressée des bulles de crédit et des prix d'actifs. Les taux d'intérêt proches de 0 en termes réels depuis près d'une décennie ont favorisé la croissance du crédit et la baisse des primes de risque. Plus de crédits et plus de risques : la recette d'une crise financière majeure était programmée.
- Quant aux déficits budgétaires publics, ils ont aggravé le problème en rendant les Etats de plus en plus dépendants des marchés. Alors que le ratio dette publique/PIB des pays industrialisés oscillait, il y a 30 ans, autour de 20 %, il se situe aujourd'hui entre 80 et 120 %.
- On peut ajouter que la déréglementation générale depuis les années 80 a favorisé l'expansion des marchés et l'innovation financière. L'hypothèse des marchés efficients - qui ne s'appuie sur aucun fondement scientifique - est devenue un dogme. Elle s'est propagée depuis les années 70 et a influencé

⁷ En 2007, les Etats-Unis ont attiré 2.000 milliards de capitaux extérieurs (bruts) contre 500 milliards en 1995. Source : Datastream

les décideurs : la hausse des valeurs boursières est devenue un objectif prioritaire des chefs d'entreprises et les a conduits à privilégier les gestions et la recherche de profits à court terme. L'application de la « full market value » à l'ensemble des actifs détenus par les banques a contribué à favoriser la croissance des « trading books » et à donner au système un biais procyclique dangereux : en période d'euphorie, les bilans et les profits montent. Mais, en cas de retournement, c'est l'inverse et les institutions financières sont contraintes de vendre leurs actifs, ce qui précipite leur chute.

- Enfin, le développement des opérations de marché a été fortement encouragé par les rémunérations des « traders ». Cette incitation a joué un rôle indéniable dans la prise de risques de nombre d'institutions financières.

Les marchés peuvent être dangereux. Leur simple taille (le montant de l'encours notionnel net des CDS représente 30 % de l'encours total des titres émis par les entreprises concernées) jointe à leur volatilité, leur sensibilité aux événements, aux craintes, aux rumeurs, à la spéculation peuvent « emporter » un émetteur, un pays, voire un ensemble de pays, dans la tourmente et la crise systémique. Nous l'avons vu en Europe il y a quelques mois.

Mais s'ils sont devenus menaçants, c'est en grande partie parce que, depuis plus de vingt ans, les dérives que j'ai évoquées (absence de discipline de changes, bas taux d'intérêt, irresponsabilité budgétaire, sous-évaluation des risques, déréglementation motivée par la croyance implicite en la rationalité des agents économiques, faiblesse de la supervision financière, rémunérations exagérées ...) ont été non seulement tolérées mais souvent encouragées par les Pouvoirs Publics. Certes, les signaux donnés par les marchés peuvent être tardifs (voir l'attitude des agences de notation qui, en général, ne détectent pas à temps les points d'inflexion), ou excessifs (les fondamentaux de l'Italie ne justifient pas les « spreads » actuels), il n'en reste pas moins qu'ils sont le résultat, en grande partie, de politiques défailtantes et d'errements prolongés qui ont eu pour effet de rendre les Etats plus dépendants de la finance.

*

* *

C'est donc de ces vingt ans de dérives qu'il faut s'occuper si l'on veut espérer faire « rentrer les tigres dans leur cage » et modérer la « dictature » des marchés.

Est-ce possible ? Je pense que oui, à condition de poser les vrais problèmes et de faire preuve de bons sens et d'une certaine humilité intellectuelle.

Quand il n'y a plus de système monétaire international, mais une mosaïque de taux de change plus ou moins flottants, on peut rêver de mécanismes effectifs de coopération économique et de surveillance multilatérale auxquels les grandes puissances se soumettraient pour éviter la poursuite des déséquilibres structurels. Le marché financier est global, mais les politiques économiques restent nationales : cette inconséquence est la source de bien des problèmes.

Quand la politique monétaire ne s'occupe plus de stabilité financière, ni de maîtriser des bulles de crédit, on peut imaginer que l'approche des Banques Centrales se modifie en profondeur et que la surveillance des risques systémiques devienne une de leurs missions principales.

Quand certaines banques sont tentées de courir des risques excessifs et de prendre, pour leur compte, des positions spéculatives, il faut que les superviseurs ne se bornent pas à relever le niveau de leurs fonds propres, mais s'occupent vraiment de surveiller les actifs du bilan et de les pondérer correctement en termes d'obligations de fonds propres. On peut même envisager d'interdire aux banques le « pure proprietary trading » (Volcker rule).

Quand les déficits et les dettes publiques dépassent les normes raisonnables et que les marchés hésitent - enfin ! - à les financer, il faut une vraie remise en cause des politiques budgétaires. C'est possible, mais réclame de l'énergie (les dévaluations répétitives ne sont, du reste, nullement une manière d'échapper durablement à cette nécessité compte tenu du tarissement de l'offre de capitaux qu'elles entraînent).

Quand les « non-banques » font, en fait, le métier des banques, mais sans obligations de capital, ni réglementation, il faut reprendre le contrôle de ce secteur (qui, naturellement, attire les activités les plus risquées et trop coûteuses en capital pour les banques proprement dites). C'est un chantier non encore réellement ouvert.

Quand on peut continuer à s'assurer - sur le marché des CDS - contre le défaut d'un souverain ou d'une entreprise, sans même détenir les titres de ces émetteurs, c'est qu'il y a quelque chose de profondément vicié dans l'approche des régulateurs.

Et je pourrais continuer cette liste ... mais je m'arrête.

Dictature des marchés ? Sans doute. Mais qui les a déréglementés et laissés se mettre en position de nuire ? Ne regardons pas seulement les symptômes, mais traitons les causes.

Parce que l'aveuglement collectif a favorisé l'explosion des risques, l'excès de crédit, l'asymétrie d'information ainsi que les comportements grégaires, tout cela entraînant une crise sans précédent, il est devenu clair que l'on ne peut plus compter sur les marchés pour se discipliner eux-mêmes. Il nous faut donc agir en faveur d'un système financier au service de l'économie, d'un système financier qui retrouve enfin son rôle premier : allouer efficacement le capital à l'investissement.

*

* *

Après ces quelques réflexions, laissons la discussion s'engager.