

1

Un système financier à repenser et à reconstruire

Steve Ohana

L'accumulation des crises financières depuis une vingtaine d'années n'est pas fortuite, elle est symptomatique d'une dérive malsaine du système financier, qui est devenu générateur de rentes pour quelques-uns et d'instabilité pour tous. Un long travail de réflexion et d'action collective sera nécessaire pour parvenir à stabiliser et moraliser le système, un travail plus difficile encore que celui accompli sous l'impulsion de Roosevelt au lendemain de la crise de 1929. Le dysfonctionnement, très profond, se situe aussi bien aux niveaux moral que cognitif et politique, et appelle donc à une réforme radicale sur ces trois niveaux en même temps. De la réussite de cette entreprise pourrait dépendre la survie même du capitalisme.

La faillite d'un système à bout de souffle

Une faillite de la responsabilité

Un des principes fondateurs du capitalisme est que toute personne ou organisation est responsable des conséquences (positives ou négatives) de ce qu'elle entreprend. Or, l'architecture actuelle du système financier a remplacé ce principe par la règle du « pile je gagne, face tu perds » à tous les étages du système.

Le premier dévoiement se situe au niveau de la structure des incitations financières. Les rémunérations des traders, des intermédiaires

financiers, des gérants de fonds et des dirigeants de banque sont presque toujours indexées sur des mesures de performance de court terme. Elles incitent donc à bâtir (ou à recommander) des stratégies comportant une probabilité forte de gains à court terme et un risque plus faible de lourdes pertes à plus long terme, avec des externalités parfois très importantes sur l'économie.

L'aléa moral est également favorisé par le système de garantie implicite offert par le contribuable à l'ensemble du système financier. Devenues explicites lors de la faillite des systèmes bancaires américain puis européen à partir de 2008, ces garanties sont alors apparues extrêmement lourdes à porter pour le contribuable. À titre d'exemple, en novembre 2010, l'État irlandais s'est vu octroyer par l'Union européenne et le FMI un prêt d'urgence de 85 milliards pour renflouer ses banques, une somme équivalente à la moitié du PIB irlandais. L'augmentation disproportionnée de la taille des établissements financiers a été notamment permise par l'essor spectaculaire du marché du financement à court terme, grâce auquel les banques ont pu s'affranchir du financement traditionnel par dépôt pour emprunter à très court terme directement sur les marchés. Cette évolution, associée à l'explosion des marchés dérivés de gré à gré, a renforcé l'interconnexion des acteurs financiers, comme l'a illustré l'arrêt complet du marché interbancaire à la suite du défaut de la banque Lehman Brothers en septembre 2008. Pour éviter des contagions incontrôlées et une contraction généralisée du crédit semblable à celle de fin 2008, les États et leurs banques centrales ont été enclins, depuis cet événement, à se porter systématiquement au secours des institutions défaillantes en leur octroyant des prêts d'urgence ou en rachetant leurs actifs dépréciés. Ainsi, le citoyen, devenu l'otage du système financier, endosse les pertes d'institutions défaillantes à travers des hausses d'impôts ou l'inflation des prix des matières premières, et, d'autre part, subit directement les conséquences sur l'emploi et l'économie de mauvaises décisions d'investissement dont il n'est pas responsable.

D'autres types d'externalités peuvent être également créés par certaines formes d'investissement controversées: investissement dans les matières premières consommables, stratégies systématiques et à fort effet de levier employées par les *hedge funds*, « *carry trades* » de devises, pratique du LBO, *trading* haute fréquence...

Une faillite cognitive

La standardisation des modèles de « calcul du risque » s'est avérée préjudiciable pour la stabilité financière. Tout était parti d'une louable intention pourtant: le patron de la banque JP Morgan avait émis le souhait en 1989 de disposer d'un rapport quotidien évaluant la perte quotidienne réalisable sur l'ensemble de ses activités de marché. Ceci allait déboucher en 1993 sur une nouvelle mesure de risque (baptisée la « Value-at-Risk ») et une méthodologie (RiskMetrics) qui s'est rapidement systématisée et généralisée. Une nouvelle « science du risque » s'est développée, supposée fournir le niveau de fonds propre requis pour éviter la faillite dans la plupart des situations « normales » de marché. Elle fournit aux acteurs une dangereuse illusion de sécurité, les conduisant à accroître leurs prises de risque dans les périodes d'euphorie. Mais les modèles sous-estiment gravement les pertes potentielles dans les situations de stress. Tous les acteurs, utilisant les mêmes normes de fonds propres, se retrouvent alors en même temps sous-capitalisés. L'effet de ces normes est donc pro-cyclique sur les prix des actifs et la liquidité.

Autre faillite épistémologique, la croyance aveugle en l'« efficacité des marchés » et donc dans les vertus d'une liquidité illimitée des actifs financiers. En réalité, les prix de marché se déterminent de façon réflexive, la majorité des opérateurs se fondant sur les tendances passées ou le prix d'autres actifs dans leurs prises de décision. Les mécanismes « auto-référentiels » de fixation des prix de marché (voir Orléan, 2011) sont devenus plus prégnants encore avec la financiarisation de l'économie et l'essor du *trading* algorithmique et à haute fréquence. La recherche absolue de la liquidité, loin

de fournir aux acteurs un service utile et une information pertinente sur les sous-jacents économiques, rend plus probables des phénomènes chaotiques auto-amplificateurs à l'origine de mouvements sauvages sur l'ensemble des actifs. Le « flash krach » du 6 mai 2010 est une illustration – parmi beaucoup d'autres – de ce type de phénomènes.

Une faillite de la régulation

La crise financière actuelle est aussi le fruit d'une faillite des entreprises de régulation du système financier. L'échec le plus notable est celui de la régulation des fonds propres des banques (dite « régulation prudentielle »). Les régulateurs sont eux aussi tombés dans l'illusion dangereuse qu'il était possible de calculer les pertes potentielles des différentes positions des banques. Les modèles de détermination des fonds propres décrits plus haut ont été ainsi érigés en normes, contribuant à l'abolition de l'esprit critique et de la responsabilité individuelle face aux risques. Une idée dangereuse s'est progressivement installée: si une banque fait juste le nécessaire pour satisfaire aux exigences du régulateur, alors le risque de défaut n'est plus de sa responsabilité mais de celle de la collectivité. Tous les efforts des dirigeants de banques se sont alors portés sur le calcul des fonds propres réglementaires et la manière de maximiser la rentabilité des fonds propres dans le cadre du respect formel de cette contrainte... quitte à contourner les exigences réglementaires en logeant les actifs dans des entités off-shore non réglementées. Cette pratique a conduit, sous l'œil bienveillant du régulateur, à l'essor du « *shadow-banking* », un système bancaire parallèle fonctionnant quasiment sans fonds propres. Des taux de rentabilité sur fonds propres complètement extravagants ont pu ainsi être atteints dans certaines banques avant la crise des subprimes en parfaite conformité avec la réglementation: la banque Northern Rock affichait par exemple une rentabilité sur fonds propres de 25 % peu de temps avant sa chute en septembre 2007... Les positions et ratios d'endettement des banques

se sont alignés les uns sur les autres, dans une course folle à la rentabilité, rendant le système vulnérable à tout choc négatif sur le bilan des banques.

Malgré cet échec, la foi dans ce type d'approche de régulation est toujours présente. Après le désastre de « Bâle II », les contraintes réglementaires s'empilent et se complexifient encore avec Bâle III et Solvency II, créant davantage d'incitations perverses, d'impacts systémiques inattendus et de possibilités de contournement.

Reconstruire un système financier stable et utile pour l'économie

Cloisonner pour stabiliser le système et assainir les incitations

La manière la plus simple et la plus efficace pour moraliser le système est de rendre crédible la possibilité de faillite pour les institutions financières insolvables.

Pour cela, le régulateur doit revenir au Glass-Steagall Act (aboli en 1999) et à établir très clairement la frontière entre le secteur financier régulé (faisant l'objet de garanties) et le secteur financier non régulé (autorisé de manière crédible à faire défaut). Pour le premier, il s'agira exclusivement de banques de dépôt et d'assureurs participant au financement direct du tissu économique (PME et particuliers notamment). Ces établissements régulés ne seront pas autorisés à se livrer à des activités de marché ni même à s'y financer. Ils seront financés exclusivement par les dépôts de leurs clients et ne seront pas autorisés à nouer des transactions de gré avec gré avec les établissements du secteur non régulé. Les rémunérations variables y seront plafonnées et l'État siègera au conseil d'administration et au comité de rémunération. Ces banques seront soumises à des exigences de fonds propres beaucoup plus strictes qu'aujourd'hui, ne découlant plus de modèles statistiques mais d'une décision politique rendue lisible et transparente pour le citoyen. La rentabilité des fonds propres y sera considérée comme un indicateur de perfor-

mance parmi d'autres. Un mécanisme contra-cyclique relèvera les exigences de fonds propres à mesure que les signes de bulle sur les prix des actifs (immobilier notamment) deviennent manifestes (voir plus bas pour la caractérisation des bulles). Il n'y aura plus la possibilité de titriser les prêts, ni de les loger dans des véhicules *off shore* non régulés. Le financement en dernier ressort par la banque centrale pourrait intervenir en cas de faillite mais serait accompagné de contreparties : renvoi du management en place, prise de contrôle par l'État, interdiction de verser bonus et dividendes pendant une période donnée...

À côté des banques de dépôt et des assureurs existeraient des banques d'investissement et des fonds, non garantis par le contribuable, et capables de faire défaut sans conséquence néfaste pour le citoyen. Les activités des banques d'investissement seront hermétiquement séparées entre d'un côté, le conseil à la clientèle (sur l'investissement, la couverture des risques, etc.) et de l'autre, les fonctions de flux (courtage par exemple) pour éviter les conflits d'intérêt. Le conseil financier sera rémunéré de manière indépendante des transactions sur lesquelles il peut éventuellement déboucher pour garantir son indépendance. Les fonds d'investissement sont chargés d'investir l'épargne de leurs clients sans aucune garantie sur le capital investi.

Refonder la théorie financière pour mieux appréhender les phénomènes chaotiques sur les marchés

Les théories de l'« efficacité des marchés » et du « calcul de risque » ont montré leurs limites. Des théories financières alternatives (voir par exemple Sornette, 2004), caractérisant et détectant de manière précoce les mouvements chaotiques sur les marchés, sont en voie d'élaboration. Ces nouvelles approches pourraient éclairer efficacement les décisions des investisseurs et aider à piloter des politiques monétaires et prudentielles contra-cycliques dans les phases de bulle.

Fonder une charte éthique et comprendre les externalités de la finance sur l'économie et la société

Tous les acteurs financiers devraient recevoir une formation d'éthique et d'histoire des crises financières et signer une charte déontologique les engageant à toujours faire passer l'intérêt du client avant toute autre considération. La compréhension des externalités de la finance doit progresser pour que les formes d'investissement les plus néfastes deviennent clairement identifiées et le cas échéant taxées et pour qu'au contraire les comportements responsables et créateurs de valeur économique et sociale soient encouragés et récompensés.

Bibliographie

- Orléan A., *L'Empire de la valeur. Refonder l'économie*, Paris, Seuil, coll. « La Couleur des idées », 2011.
- Sornette D., *Why Stock Markets Crash*, Princeton University Press, 2004.

2

Les agences de notation : du rôle informationnel au statut politique ?

Thomas Péran

Les agences de notation attestent du risque de défaut de paiement encouru lorsque l'on s'expose aux titres d'entités privées ou publiques comme les États. Plus la notation obtenue est mauvaise et plus la prime de risque est élevée, à charge pour l'entité dégradée de se financer à un coût important sur les marchés financiers. Le procédé n'est pas nouveau, mais, au cœur d'un contexte économique mondial inédit dans lequel rationalisation des dépenses et rigueur budgétaire sont les maîtres mots, on assiste à une réelle mise en accusation de ces agences que l'on prend pour responsables du report ou de l'échec de la sortie de crise. Pire encore, il semble pour la première fois que, en période de campagne électorale, les gouvernements se retrouvent dans la situation inconfortable de rendre des comptes à ces agences qui, par là même, accèdent au rang de véritables censeurs de mandatures. Il est alors possible de se poser la vraie question : si les agences de notation sont devenues les nouveaux déterminants d'un jeu politique, comment peut-on leur définir un véritable statut dans le but de réguler cette activité et d'éviter tant de destructions de valeurs ?

Les conditions d'exercice opaques des agences de notation

Véritables instruments de la financiarisation de l'économie depuis les années 1970, les agences de notation devraient permettre