

Dette souveraine et spéculation: une interaction insidieuse

Gerald Epstein¹ et Pierre Habbard²

Octobre 2011
(traduction française)

Sommaire

INTRODUCTION	2
L'ESSOR DE LA SPECULATION FINANCIERE.....	3
NOUVELLES FORMES DE SPECULATION FINANCIERE APRES LA CRISE	12
LES MARCHES OBLIGATAIRES SOUVERAINS	18
QUELLE REPONSE REGLEMENTAIRE ?	22
CONCLUSION ET RECOMMANDATIONS	27
BIBLIOGRAPHIE.....	30

¹ Professeur d'économie, Université du Massachusetts, et co-directeur du Political Economy Research Institute (PERI).

² Conseiller politique, Commission Syndicale Consultative auprès de l'OCDE (TUAC).

Introduction

Plus de quatre ans après la crise financière de 2008, qui faillit mener à l'écroulement du système financier, l'économie mondiale voit à nouveau surgir le spectre d'une crise économique profonde. L'événement déclencheur en fut l'extension contagieuse de la crise bancaire et de la crise de la dette souveraine en Europe durant l'été 2011. Le FMI notait en septembre 2011 que « pour la première fois depuis octobre 2008, les risques pour la stabilité financière globale se sont aggravés »³.

Tandis que la crise de la dette des Etats s'intensifie en Europe, voire au-delà, et menace d'engloutir les économies et les systèmes bancaires de nombreux pays (Grèce, Irlande, Portugal, Espagne, Italie et maintenant France), la question de la spéculation financière, ainsi que son impact sur la stabilité, la croissance et l'emploi dans l'économie réelle revient au premier plan. Pourquoi les taux d'intérêt sur certaines formes de dette souveraine européenne sont-ils tellement élevés, et tellement volatils ? Pourquoi les cours d'actions dans les banques privées sont-ils tellement sensibles aux rumeurs, et si variables au jour le jour ? Pourquoi les écarts de taux d'intérêt de refinancement auxquels les banques européennes ont à faire face sont-ils tellement élevés et tellement changeants ? Dans quelle mesure les agences de notation aggravent-elles volatilité et effet de contagion ? Enfin, les conglomérats financiers globaux qui sont devenus « trop-grands-pour-faire-faillite » sont-ils un symptôme ou une cause de la crise actuelle ?

Dans les pays de l'OCDE, le chômage a augmenté de 50% entre 2007 et 2010 ; cette même période a vu croître, à l'échelle internationale, le nombre personnes vivant dans l'extrême pauvreté de 84 millions, pour la plupart dans les pays en développement. Rien qu'en ce qui concerne les pays du G20, les travaux de l'OCDE et de l'OIT suggèrent que 110 millions d'emplois doivent être créés d'ici à 2015 pour revenir au taux d'emploi d'avant la crise – c'est-à-dire 22 millions d'emplois par an.

Il serait simpliste de faire porter le chapeau de la crise globale aux seuls spéculateurs financiers. Des libres circulations de capitaux, des taux d'intérêt bas – l'ère de « Grande Modération » des taux – et des liquidités excédentaires ont contribué au déséquilibre global entre les régions et en leur sein. Les spéculateurs ont sans nul doute exploité cette situation à leur profit. Au sens large, la spéculation financière a mené à une bulle spéculative aux Etats-Unis, tout comme elle a mené à la création d'endettement par effet de levier et des interconnexions dangereuses entre les firmes financières ; elle a par ailleurs détourné les fonds d'un investissement productif dans l'économie réelle, et par là, contribué aux spectaculaires inégalités entre les pays. Mais les causes sont également à chercher dans les problèmes plus profonds des économies réelles sous-jacentes.

La crise a mis à nu l'absence de viabilité du modèle de croissance qui a jusqu'ici prévalu. Selon la Commission des Experts de l'ONU de 2009, présidée par Joseph Stiglitz, l'inégalité croissante aux Etats-Unis et dans de nombreux pays est liée aux défaillances de la demande agrégée globale, qui elles-mêmes étaient – et sont encore – au cœur de la crise actuelle⁴. Tout comme dans les années 20 et durant la Grande Dépression, les inégalités croissantes se sont

³ FMI - Rapport sur la stabilité financière dans le monde, Septembre 2011.

⁴ ETUI, ITUC/CSI & TUAC, "Exiting from the crisis: towards a model of more equitable and sustainable growth", David Coats (éd.), 2011.

ajoutées à la dérégulation financière et l'érosion du pouvoir d'achat des catégories sociales à revenu faible et moyen dans les économies industrialisées⁵.

Si l'économie globale est aujourd'hui au bord d'une récession à double creux, c'est aussi dû à la défaillance du système de gouvernance globale, et en particulier à la façon dont les gouvernements (et spécifiquement ceux du G20) ont géré la crise. L'approche coordonnée à la reprise économique qui avait prévalu en 2009 a fait place à une stratégie de sortie prématurée et compétitive, tandis que les gouvernements, sous la pression des marchés obligataires, se sont tournés vers l'assainissement budgétaire, via des coupes dans les dépenses publiques, les salaires, les retraites et les programmes sociaux. En juin 2010, les organisations syndicales internationales rassemblées dans le Global Unions ont prévenu le G20 qu'il existe désormais un « risque de faire basculer l'économie globale de nouveau dans la récession, avec des résultats catastrophiques »⁶.

La spéculation financière fut l'une des causes de la crise. C'est elle qui a généré le choc initial en avril 2007 dans les marchés dérivés – le fameux assèchement de crédit des prêts hypothécaires à risque (*subprimes*) –, tout comme elle a joué le rôle d'accélérateur depuis lors, notamment par l'importance du système bancaire parallèle, et le rôle de vastes conglomérats financiers – qui sont, nous le verrons, les principaux agents de la spéculation financière aujourd'hui.

Cet article entend donner une définition de la spéculation financière et identifier les origines principales de la spéculation (marchés, activités de vente et d'achat, institutions financières qui nourrissent le comportement spéculatif) ; il évalue également comment les marchés obligataires souverains et les finances publiques sont affectés par la spéculation, notamment à la lumière de la crise actuelle de la zone Euro. La question centrale est : quelles politiques de réglementation, et quelles réformes sont-elles nécessaires pour limiter la spéculation et pour circonscrire les forces financières qui sont en train de faire basculer nos économies dans des crises dévastatrices ?

L'essor de la spéculation financière

Une définition stable de la spéculation financière est difficile à donner. Evaluer l'ampleur et l'impact de la spéculation financière est plus complexe encore, notamment du fait de l'absence de données – une absence elle-même due au défaut de régulation et de supervision du marché financier. Il est néanmoins évident que l'ampleur des échanges financiers globaux ne saurait être expliquée par les seuls besoins des secteurs productifs de l'économie réelle. Considérons ainsi les faits suivants :

- Le volume mondial des transactions de change est plusieurs fois supérieur à celui du PIB mondial et au commerce international : en avril 2010, il avait crû de 20% par rapport à avril 2007 (4 trillions \$ US en chiffre d'affaires quotidien en 2010 contre 3,3

⁵ Kumhof & Rancière, "Inequality, Leverage and Crises", IMF Working Paper WP/10/268, Novembre 2010.

⁶ Global Unions, ITUC/CSI, TUAC, "Take action on jobs to sustain the recovery - Global unions' statement to the G8/G20 Ontario Summits Canada", Juin 2010.

trillions en 2007). Cette croissance des transactions postérieurement à la crise ne peut être expliquée par le volume du commerce international à cette période.

- Il existe une déconnexion croissante entre les flux d'échanges des produits dérivés et les flux des actifs sous-jacents auxquels les produits dérivés sont censés être liés. Les transactions de gré à gré de produits dérivés (encours de montants nominaux) représentaient 2,6 fois le PIB mondial en 1998, et 9 fois ce montant en 2010. À titre de comparaison, les actions cotées en bourse, les titres de dette et les actifs bancaires sont restés dans la fourchette de 1,5 à 2 fois le montant du PIB mondial durant la même période.
- L'augmentation du nombre de contrats dérivés sur les matières premières est restée modeste jusqu'en 2004 - 10 millions de contrats en 1993, contre 15 millions en 2004. Or depuis 2005 ce nombre a explosé (y compris après la crise), pour atteindre 65 millions en 2010. La croissance des marchés de matières premières ne saurait, là non plus, rendre compte d'une telle poussée.

Des paris directionnels à court terme avec effet de levier guidés par le comportement suiviste des marchés

On définit communément la spéculation (au sens étroit) comme un pari sur les variations à court terme du prix d'une matière première ou d'un actif financier. On peut parier à la hausse (position acheteur) ou à la baisse (position vendeur). L'ampleur des profits (ou des pertes) s'accroît en augmentant le taux d'endettement (effet de levier) pour financer les paris sur le marché. La spéculation financière est étroitement liée aux stratégies d'arbitrage : l'arbitrage exploite les inefficacités à court terme de la détermination des prix, par la vente et l'achat simultanés d'un titre à deux prix différents sur deux plateformes différentes. Dans la mesure où cet arbitrage implique un pari, même à court terme, l'arbitrage peut être qualifié de spéculatif.

Dans ces paris sur les variations des prix à court terme, un spéculateur se fondera davantage sur ce qu'il escompte être les paris et les attentes des *autres* spéculateurs que sur une évaluation objective de la valeur à long terme de l'actif. Certains économistes appellent ça le « noise trading » (comportement suiviste à court terme). La comparaison que fait Keynes est bien connue : tout se passe comme dans un concours de beauté, où l'on gagnerait non en optant pour la plus belle des participantes, mais pour celle que l'on estime la plus propre à obtenir le suffrage des autres concurrents – ce suffrage étant lui-même dicté par l'estimation que chacun fait du suffrage des autres, et ainsi de suite.

Quand on détourne les prix d'actifs (et les risques) des éléments fondamentaux (de l'économie réelle)

La spéculation est auto-entretenu : elle nourrit toujours plus de spéculation, tout comme elle rend la gestion du risque et les techniques de couverture du risque aux fins de l'économie réelle d'autant plus malaisées qu'elle crée plus d'incertitude. Les prix des actifs sont fondés sur des rumeurs et des appréhensions, plutôt que sur une évaluation rationnelle des facteurs sous-jacents. En détournant les prix des actifs de leur valeur réelle vraisemblable, que ce soit par une volatilité à court terme ou par des fluctuations à long terme (bulles), la spéculation accroît la probabilité que le risque soit transféré aux contribuables et aux salariés – ceux-là mêmes qui devront porter le fardeau en cas de nouvelle crise.

Marchés de change, instruments dérivés transigés de gré à gré et négociés en bourse, actions négociées et PIB dans le monde en 2007

Marchés de change "traditionnels"		Dérivés de gré à gré									
		A	B	C	d	Dont		Tous	Dérivés	Actions	PIB
En milliards de \$ US,	Opérations de change	Opérations de change au comptant	Dérivés Forex	Taux d'intérêt	Autres produits de gré à gré (actions, matières premières, crédit)	Contrats de Swaps de défaut de crédit (CDS)	CDS sur obligations	dérivés de gré à gré	négociés en bourse	négociées en bourse	mondial (\$ US courants)
2010	(a+b)							(b+c+d)			
<i>(changement depuis 2007, en %)</i>											
Volume moyen quotidien d'opérations (Avril)	3981 (+19.8%)	1490 (+48.3%)								252 (-37.6%)	
Encours de montants nominaux (Juin)			62933 (+9.3%)	478093 (+25.4%)	41629 (-39.6%)	31057 (-31.3%)	2392 (+60.5%)	582655 (+14.7)	75941 (-20.1%)		
Valeurs brutes sur le marché (Juin)			3158 (+95.8%)	18508 (+175%)	3007 (+8.4%)	1694 (+120.6%)		24673 (+121.9%)			
											63049 (+13%)

Source: BRI, World Federation of Exchanges, Banque Mondiale

Le niveau de risque systémique et d'interdépendance au sein du secteur financier rendent la spéculation de ce type potentiellement dévastatrice. La longue chaîne de paris et d'interconnexions parmi les institutions financières signifie qu'un pari ayant mal tourné au sein de l'une d'entre elles peut voir son impact se propager à de nombreuses autres. A grande ampleur, c'est l'économie entière qui est menacée.... et les contribuables, sommés de financer le sauvetage desdites institutions. Blundell-Wignall et Atkinson de l'OCDE notent que

« Lorsqu'une partie d'une transaction dérivée réalise un énorme profit, une autre réalise une énorme perte – et cette perte (si elle est notifiée au marché de façon transparente) peut mener à la faillite d'une firme financière. Le risque systémique pour la stabilité financière s'accroît, parce que les produits dérivés augmentent l'endettement par effet de levier et, simultanément, obligent chaque participant de la chaîne à remplir ses obligations afin que les autres puissent remplir la leur. De la sorte, les produits dérivés augmentent le risque systémique, sans ajouter de nouveaux capitaux ou de capitaux d'emprunt dans l'économie »⁷.

Une spéculation similaire est actuellement en train d'exacerber la crise de la dette souveraine en Europe, en Grèce, en Espagne, en Italie et ailleurs : le risque s'étend du fait de l'interdépendance des banques et des systèmes bancaires parallèles.

Une approche plus large : est définie comme spéculative toute activité financière qui ne contribue pas à accroître le revenu ou promouvoir une prospérité durable de l'économie réelle.

En un sens plus large, sera qualifiée de spéculative toute activité financière improductive. Les ressources substantielles allouées au secteur financier, à ses revenus élevés et ses profits, sont autant de ressources soustraites à d'autres secteurs de l'économie, dont elles peuvent éventuellement détruire la richesse au passage. Dans cette nouvelle définition, la spéculation englobe toutes les activités dont l'utilité sociale à l'économie réelle est proche de zéro – qui n'incluent pas nécessairement des paris sur les variations à court terme des prix d'actifs, et en tout cas ne s'y limitent pas. Keynes l'a souligné : lorsque la spéculation de ce type est généralisée et domine l'entrepreneuriat, il est peu vraisemblable que les ressources de la société soient bien investies. Keynes note que ce type d'investissement induit une grande variabilité des prix d'actifs, et peut mener à des bulles d'actifs qui se renforcent elles-mêmes ; à terme, il peut conduire à des crashes financiers dès que l'humeur change.

« Les spéculateurs peuvent être aussi inoffensifs que des bulles d'air dans un courant régulier d'entreprise. Mais la situation devient sérieuse lorsque l'entreprise n'est plus qu'une bulle d'air dans le tourbillon spéculatif. Lorsque dans un pays le développement du capital devient le sous-produit de l'activité d'un casino, il risque de s'accomplir en des conditions défectueuses. Si on considère que le but proprement social des Bourses de Valeurs est de canaliser l'investissement nouveau dans les directions les plus favorables au rendement

⁷ Adrian Blundell-Wignall & Paul Atkinson "Global SIFIs, Derivatives and Financial Stability", OECD Journal - Financial Market Trends, n° 1, 2011, OCDE, Janvier 2011. Nous traduisons.

futur, on ne peut revendiquer le genre de succès obtenu par Wall Street comme un éclatant triomphe du laissez-faire capitaliste. »⁸

Le terme d'« innovation financière » est au cœur de cette définition plus large de la spéculation. Des transactions financièrement « innovantes », motivées par arbitrage régulateur ou fiscal, ne qualifieront peut-être pas au titre d'opérations spéculatives prises individuellement, alors que ce sera le cas lorsqu'elles sont agrégées. Supposons un investisseur prêtant à une entreprise qui se lance dans la spéculation immobilière : il ne fait pas nécessairement lui-même un pari spéculatif (au cas, par exemple, où son retour sur investissement est garanti), mais le projet financier général n'enregistre aucun bénéfice social. Un exemple contemporain le montre de façon frappante : reclasser des prêts hypothécaires à risque élevé (*subprimes*) en titres garantis par des créances (*Collateralized Debt Obligations – CDO*) pour les vendre n'est pas en soi spéculatif – puisque la rémunération est garantie –, mais cette activité n'est guère utile, socialement, dès lors qu'elle mène à une bulle immobilière qui explose.

D'un point de vue institutionnel, la spéculation financière est liée à l'essor des conglomérats financiers globaux et le système bancaire parallèle qui y est associé. Les agences de notation ont également joué un rôle néfaste, singulièrement lorsque leur revenu dépend de leur rémunération. Accorder la note AAA (contre paiement) aux prêts hypothécaires, quand il est clair qu'ils sont extrêmement risqués, n'est certainement pas utile socialement, même s'il ne s'agit pas d'une activité spéculative au sens étroit de pari sur les prix.

Innovation financière et produits dérivés

Certains financiers et économistes s'opposent à la régulation financière et justifient les revenus élevés dévolus aux institutions financières, au motif que l'innovation financière serait socialement productive. Ils arguent que les produits structurés (titres garantis par des créances – les CDO, titres adossés à des actifs – les ABS) et dérivés (les contrats à terme boursiers ou de gré à gré, contrats d'options et swaps) font partie de ces instruments innovants qui permettent de gérer les risques ou de stabiliser les revenus associés à un actif financier sous-jacent (crédit bancaire, actions et obligations cotées en Bourse, devises, matières premières, etc.).

Or les produits dérivés se contentent de déplacer le risque ; ils n'éliminent pas le risque agrégé, comme on le voit lorsqu'une banque ou un fonds spéculatif de type *hedge fund* exploite les différences de traitement fiscal de la dette et des actions, ou lorsqu'une banque négocie un produit dérivé afin de réduire artificiellement le niveau de risque des titres, et, par là, contourner les normes réglementaires prudentielles. Certaines économistes, dont Paul Volcker, ont mis en cause la valeur sociale de nombreuses innovations financières. S'appuyant sur des données publiées, Crotty et Epstein ont calculé la proportion des ces innovations au moins en partie motivées par l'arbitrage fiscal ou régulateur : ils estiment qu'au moins un tiers de ces « innovations » est dû par ces facteurs, plutôt que par des objectifs d'efficacité⁹.

⁸ John Keynes, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, 1936 (traduit par Jean- de Largentaye), chap. VI.

⁹ James Crotty & Gerald Epstein. "A Financial Precautionary Principle: New Rules for Financial Product Safety" 2009.

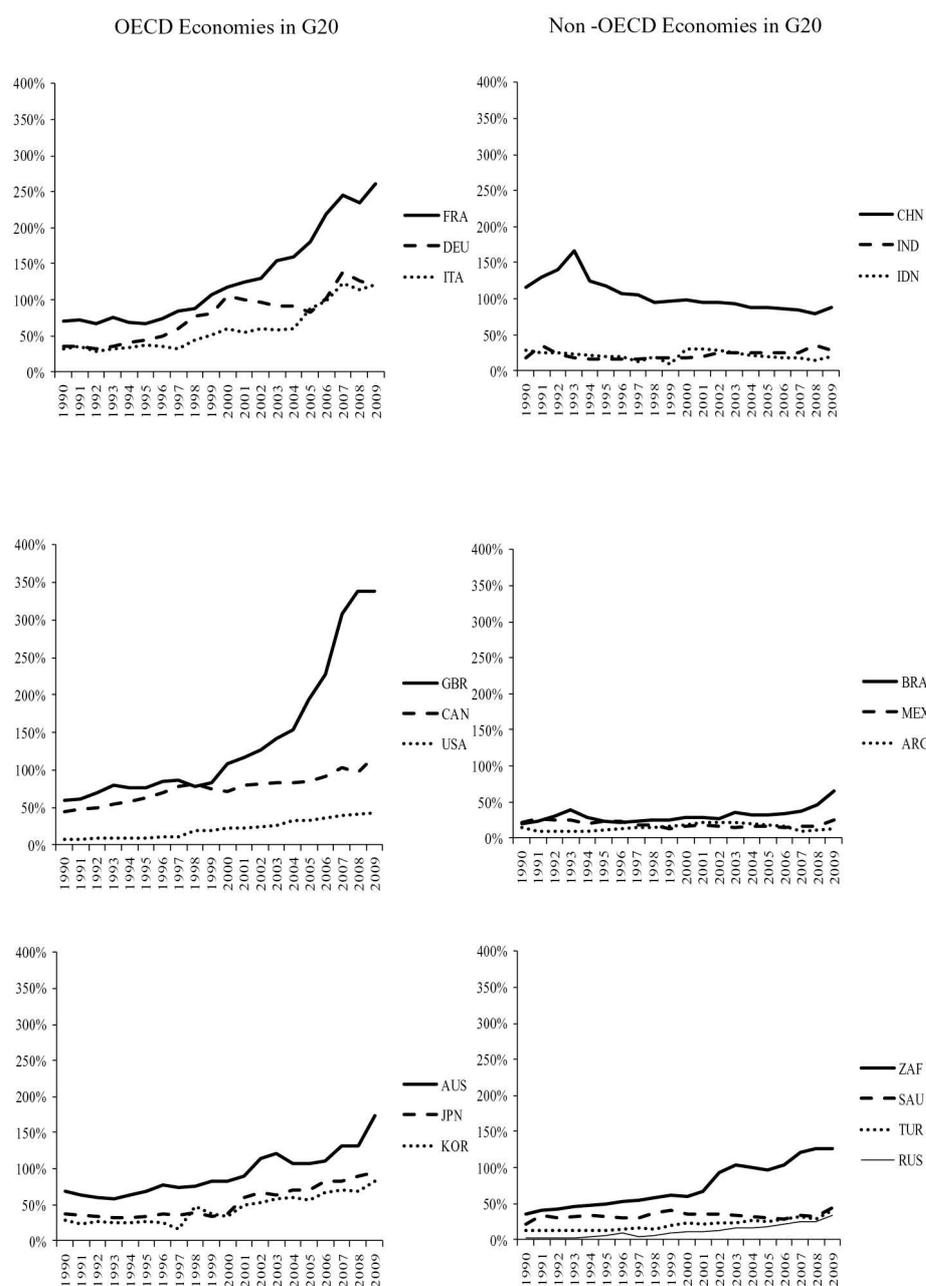
L'essor de conglomérats financiers globaux et complexes

Nous avons jusqu'ici envisagé la spéculation financière sous l'angle du marché, des produits et des transactions. Mais qui exécute ces opérations dans la salle de marchés ? Qui vend des produits structurés et dérivés avec la visée, ou à tout le moins la conscience, d'une finalité purement spéculative ? En d'autres termes, quels fondements institutionnels sous-tendent la spéculation ? Un rapide aperçu de la structuration des marchés financiers laisse peu de doute quant aux acteurs principaux : des conglomérats financiers gigantesques qui de par leurs taille, dimension internationale et complexité ont pris une importance systémique – ceux qui, du point de vue du contribuable, sont « trop grands pour faire faillite » (« *too big to fail* ») : AIG, Merrill Lynch, Lehman Brothers en 2008, Bear Stearns en 2007.

Dans toutes les grandes économies de l'OCDE, les actifs détenus par les trois banques principales, en part du PIB, ont fortement augmenté avant la crise... et ont continué à croître après. De façon générale, cette tendance est spécifique aux économies de l'OCDE (les grandes économies des pays émergents du G20 ne n'ont pas la même configuration, à l'exception notable de l'Afrique du Sud). Dans la plupart des pays de l'OCDE, le nombre de banques contrôlant $\frac{3}{4}$ du chiffre d'affaires dans les opérations de change a diminué avant comme après 2007. Un processus identique de concentration est à l'œuvre dans tous les secteurs des marchés dérivés : ainsi, tandis qu'en 1998, trente banques dominaient le marché des taux de change futurs, et quatorze, le marché des contrats d'options, ces chiffres étaient tombés respectivement à quatorze et dix en 2001. Dans le marché des fonds indiciels cotés (*Exchange Traded Funds* - ETF, voir infra), en croissance rapide, des acteurs précoces tels que State Street et Black Rock ont été éclipsés par les conglomérats financiers globaux.

L'essor des institutions « trop grandes pour faire faillite », et leur évolution vers un comportement plus spéculatif, est étroitement lié au nouveau modèle économique des banques. Historiquement, les activités de banque commerciale (le financement de l'économie réelle par le biais de dépôts et de prêts aux ménages et aux entreprises non financières) étaient distinctes des fonctions de banque d'investissement (services financiers spéculatifs, volatiles mais hautement rémunérateurs, notamment finance d'entreprise, salle des marchés, investissements privés, gestion des actifs, analyse et recherche). A la suite de vagues successives de dérégulation (en particulier, aux Etats-Unis, l'abrogation progressive de la loi Glass-Steagall), les grandes banques ont cumulé activités de détail et d'investissement, tout comme elles se sont parfois étendues pour inclure des activités d'assurance.

Actifs totaux des trois banques principales, en part du PIB



Source: OCDE "Bank competition and financial stability", août 2011.

Dans les années 1990, la gouvernance des entreprises et le modèle économique des grandes banques de l'OCDE sont passés d'une « culture de crédit » (c'est-à-dire des activités traditionnelles de dépôts et de prêts) à une « culture de la valeur actionnariale ». Cette translation a eu des conséquences importantes sur la façon dont les banques gèrent le risque¹⁰. Elles ont en effet diversifié leurs fonctions, et se sont tournées vers des activités d'investissement et de placement à haut risque, mais fortement rémunératrices. Cette concentration de richesse a induit une concentration de pouvoir, tout comme elle a rendu les

¹⁰ Adrian Blundell-Wignall, Gert Wehinger and Patrick Slovik, "The Elephant in the Room: The Need to Deal with What Banks Do", OECD Journal: Financial Market Trends, n°2, 2009, Décembre 2009.

gouvernements et les économies plus vulnérables à leur comportement spéculatif risqué. C'est ce que l'on a vu à l'œuvre avec Lehman Brothers, Merrill Lynch, Bear Stearns, Northern Rock et AIG en 2008. Selon Simon Johnson, ancien économiste en chef du FMI, « les banques au cœur de notre système financier se sont désintégrées toutes seules (...). Personne ne les contraignait à prendre autant de risques »¹¹. Selon le FMI, entre 2007 et 2009, la fréquence de situations de détresse bancaire (définie comme une année entière de rendement négatif, accompagnée de soutien du gouvernement par injection de capital ou transfert d'actifs) était plus élevée de 67% pour les banques d'investissement et les banques cumulant activités d'investissement et de détail, que pour les banques de détail¹². Selon l'OCDE, « du point de vue des règles de la concurrence, il est vraisemblable que la structure oligopolistique du système bancaire a contribué à la crise financière »¹³.

L'essor de systèmes bancaires parallèles et de réserves de capital

Le rôle de systèmes bancaires parallèles dans le développement d'activités financières spéculatives (et plus généralement improductives) est aujourd'hui étudié avec soin¹⁴. L'ampleur des ressources disponibles pour cette finance de l'ombre n'est pas connue avec précision – elles incluent les institutions financières peu régulées telles que fonds spéculatifs (*hedge funds*), fonds de capital-investissement *private equity*, et autres réserves similaires de capital, ainsi que les transactions hors-bilan comprenant des produits structurés, telles que des valeurs mobilières adossées à des actifs qui sont vendues par le biais de « véhicules d'investissement spéciaux ». Pozsar évalue ces fonds à presque 4 trillions de \$ US : ils sont fournis entre autres par les fonds de pension, les compagnies d'assurance, les entreprises non-financières ou de riches individus. Certains de ces fonds sont détenus hors-bilan ou dans des véhicules d'investissement par des banques commerciales et d'investissement et par les courtiers eux-mêmes. Ce sont les réserves de capital disponibles pour l'investissement financier, notamment spéculatif.

Cette finance de l'ombre est préoccupante car si elle comprend des activités qui tomberaient normalement sous le coup de la réglementation bancaire, telles que la transformation de la maturité de la dette, et l'intermédiation du crédit, elle n'est pas elle-même soumise à une régulation et une surveillance efficaces. Selon le Conseil de stabilité financière (CSF), le système bancaire parallèle présente « des possibilités inquiétantes de risque systémique, en particulier par les stratégies d'endettement par effet de levier et un transfert défectueux de risque du crédit »¹⁵. Précisément parce qu'il agit hors du système bancaire régulier, le système bancaire parallèle est une porte ouverte à toutes les formes d'arbitrage fiscal. Il nuit aux banques, aux assurances, à la gestion d'actifs, à la régulation des titres, et accroît l'endettement par effet de levier et les comportements à risque dans le système. La pratique, par les grandes banques, de transactions hors-bilan et de vente et achat de produits dérivés pour éviter les réglementations prudentielles des banques (les régimes de régulation Bâle II et,

¹¹ Johnson "The Ruinous Fiscal Impact Of Big Banks" The Baseline Scenario, février 2011. Nous traduisons.

¹² İnci Ötker-Robe, Aditya Narain, Anna Ilyina, and Jay Surti "The Too-Important-to-Fail Conundrum: Impossible to Ignore and Difficult to Resolve", IMF Staff Discussion Note, Mai 2011.

¹³ OCDE "Bank competition and financial stability", Août 2011.

¹⁴ Pozsar Zoltan "Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System". IMF Working Paper, 2011 WP/11/90.; Pozsar, Zoltan. Tobias Adrian Adam Ashcraft Hayley Boesky. "Shadow Banking". Staff Report no. 458, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report. Juillet 2010.

¹⁵ CSF (FSB), "Shadow Banking: Scoping the Issues", A Background Note of the Financial Stability Board, 12 Avril 2011.

à l'avenir, Bâle III) est considéré à la fois par le CSF et l'OCDE comme une grave préoccupation¹⁶.

Contrairement au cas des groupes « trop grands pour faire faillite », l'essor du système bancaire parallèle n'est pas limité aux économies de l'OCDE : les pays émergents sont également affectés. En Chine, par exemple, il existe un hiatus croissant dans les statistiques entre les flux de crédit, d'une part, et le bilan des banques réglementées, de l'autre : c'est là un signe d'une croissance importante de la finance de l'ombre, difficile à mesurer par les statistiques officielles.

La complicité des agences de notation dans la crise de 2008

Les trois agences de notations qui forment actuellement un oligopole global (Moody's, Standard & Poor's et Fitch) ont, de l'avis général, joué un rôle controversé dans l'avènement de la crise. Leur notation est pro-cyclique : elles sont exagérément optimistes durant les cycles de croissance, et exagérément pessimistes durant les périodes de ralentissement ; or cette notation est directement utilisée dans la spéculation. Jusqu'aux années 1970, le modèle économique reposait sur l'investisseur : les notations étaient commandées par les investisseurs contre rémunération. Payées par les investisseurs, et non par les émetteurs, les agences de notation étaient protégées de toute influence indue de l'émetteur. Ce modèle s'inversa dans les années 1970 lorsque, pour accroître leurs profits, les agences de notation sont passées à un modèle financé par l'émetteur. Mais cette modification survint au prix d'une exposition bien plus large aux conflits d'intérêt : car les institutions financières paient désormais pour leur propre notation.

L'inflation des notations avant la crise – et donc le caractère pro-cyclique des modèles économiques des agences de notation – est bien connue¹⁷. L'OCDE a noté l'« inflation significative des notations » avant la crise, manifestée par des « écarts systématiques » avec les modèles techniques d'évaluation, car les agences réalisaient des « ajustements discrétionnaires des notations vers le haut, en vue de garder ou capter des contrats »¹⁸. La Banque des règlements internationaux (BRI) établit une corrélation directe entre les notes attribuées au milieu de 2007 aux grandes banques par Moody's et Fitch, et l'ampleur de la dépendance aux mesures d'urgence prises après la crise (y compris la vente d'actifs et soutien financé par le gouvernement)¹⁹. Comme le montrent les tableaux ci-dessous, plus la note était généreuse avant la crise, plus le niveau de soutien gouvernemental et des ventes en urgence fut élevé après la crise. L'analyse de la BRI révèle également des incohérences importantes avant et après la crise entre les trois agences de notation principales : seules 8% des banques avaient conservé leur note de 2007. Pour 33% des banques, les trois notations s'étendaient sur deux crans ou plus.

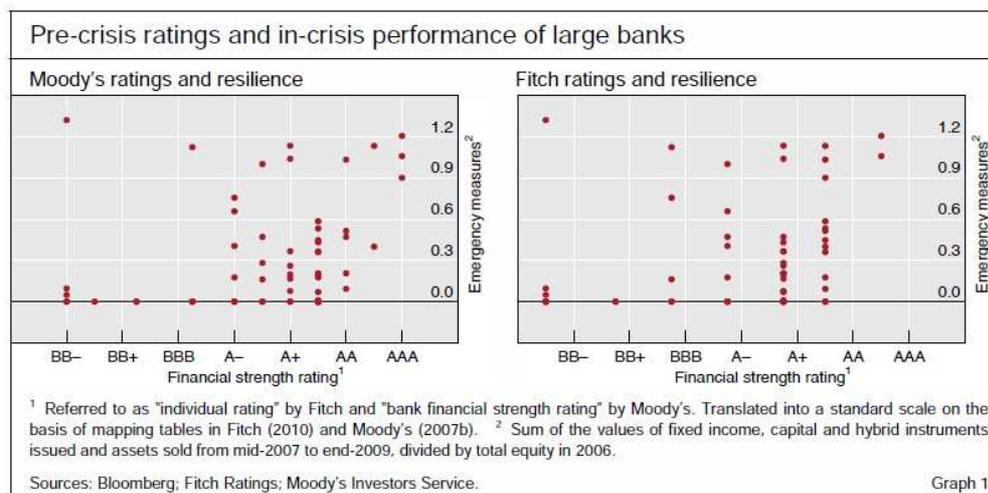
¹⁶ CSF, op.cit.; OCDE, “Bank competition and financial stability”, op.cit.

¹⁷ Lawrence White, “The Credit Rating Agencies”, *Journal of Economic Perspectives*, n°2, Vol. 24, Printemps 2010, pp. 211 – 226.

¹⁸ OCDE, “Bank competition and financial stability”, op. cit.

¹⁹ BRI “International banking and financial market developments”, *BIS Quarterly Review*, Juin 2011.

Comparaison des notes attribuées à 60 grandes banques avant la crise avec l'ampleur des mesures d'urgence prises après la crise



Source : BRI "International banking and financial market developments", BIS Quarterly Review, Juin 2011

Nouvelles formes de spéculation financière après la crise

Au sens étroit donc, la spéculation financière consiste en un pari directionnel à court terme par effet de levier sur les variations de prix d'un actif (donc les gains sont potentiellement gigantesques, comme peuvent l'être les pertes), et guidé par un comportement suiviste par lequel chacun tente de deviner ce que les autres eux-mêmes escomptent (« noise trading »), plutôt que par des indicateurs économiques objectivement vérifiables, ou les « fondamentaux du marché ». La spéculation financière accroît les risques systémiques, parce qu'elle est fréquemment associée à des niveaux élevés d'emprunt ; elle induit souvent des interdépendances entre de multiples institutions financières, généralement dans des juridictions différentes ; et elle conduit à une mauvaise estimation du prix des risques, et donc à une allocation défectueuse des actifs en raison de leur volatilité à court terme et des fluctuations à long terme de leur prix (bulles spéculatives). Par là, elle soustrait des ressources financières, politiques et humaines importantes d'investissements productifs dans l'économie réelle et de la création de richesse dans l'économie. Elle se nourrit de la dérégulation, de l'« innovation » financière et de la concentration croissante des actifs, du pouvoir financier (comme en témoigne l'essor de vastes conglomérats financiers) et des agences de notation aux conflits d'intérêt patents.

En un sens plus large, la spéculation est une activité financière qui ne contribue pas à une richesse durable dans l'économie réelle, et mobilise des ressources dans des activités financières socialement improductives. Dans sa pire forme, il s'agit d'une activité financière qui, de fait, détruit revenus et richesse.

Il n'existe aucune « liste noire » agréée de marchés, d'institutions ou de stratégies transactionnelles qui pourrait cerner le concept de spéculation financière. La raison en est que la spéculation financière est une cible mouvante : elle se réinvente en permanence. Dans la mesure où il est fondé sur le court terme et est exagérément enclin à exploiter toute forme d'arbitrage, le comportement spéculatif peut prendre de multiples formes, et s'ajuste quasi

instantanément aux mouvements du marché comme aux changements de fiscalité ou de réglementation. Les quatre exemples suivants sont paradigmatiques ; trois d'entre eux se rapportent à des stratégies de transactions (spéculation sur écart de rendement, transactions à haute fréquence et ventes à découvert à nu), et l'un à un type de produits en rapide expansion – les fonds indiciels cotés (*Exchange Traded Funds* - ETF).

La spéculation sur écart de rendement

La spéculation sur écart de rendement (*carry trade*) consiste à emprunter des devises à bas coût et à investir dans des devises à taux d'intérêt élevé, avec une faible volatilité du taux de change entre les deux ; par exemple, emprunter en Yens japonais et investir en Reals brésiliens. Si les théories standard sur l'efficacité du marché étaient vérifiées, alors ce type d'investissement ne serait pas profitable : l'impact du taux d'intérêt plus élevé sur les profits espérés serait contrebalancé par la dépréciation prévue de la devise. Mais ce n'est pas ce qui a lieu : de fait, de vastes montants d'investissements spéculatifs affluent vers les devises à taux d'intérêt élevé, puis s'en détournent à nouveau lorsque la dépréciation de la monnaie est escomptée. Ces flux de spéculation sur écart de rendement peuvent générer des problèmes importants de gestion macroéconomique pour les ministères des finances et les banques centrales, et mener à des taux de change mal évalués.

Il est difficile de mesurer l'impact de la spéculation sur écart de rendement. Il n'existe pas de données directes sur l'ampleur du phénomène, dans la mesure où il a lieu pour l'essentiel hors-bilan, nourrissant par là le secteur bancaire parallèle.

Ceci étant, la spéculation sur écart de rendement a perdu beaucoup de son pouvoir de séduction après la crise de 2008 et l'accroissement de la volatilité des taux de change. Elle a regagné en importance avec l'amplification des différentiels de taux d'intérêt et l'augmentation des liquidités disponibles aux spéculateurs. De nombreux pays, surtout parmi les pays en développement, adoptent aujourd'hui des techniques de gestion du capital – notamment des restrictions sur les flux de capital – afin de décourager ce type de spéculation.

Les fonds indiciels cotés (Exchange Traded Funds - ETF)

Quatre ans après la crise des *subprimes* de 2007, le marché de la titrisation de la dette (valeurs mobilières adossés à des actifs - ABS, dont la titrisation de prêts hypothécaires résidentiels ou commerciaux, et les titres garantis par des créances – CDO) ne s'est toujours pas relevé. Le volume des émissions au sein de l'Union Européenne et aux Etats-Unis a fortement chuté après 2008, et ce qui en reste demeure presque entièrement dépendant des programmes d'achat soutenus par les autorités – Freddie Mac, Fannie Mae et Ginnie Mae aux Etats-Unis, la Banque Centrale Européenne en Europe²⁰.

Tandis que les produits privés structurés non garantis par le gouvernement ont disparu du marché, le volume des transactions impliquant des fonds indiciels cotés (ETF) a explosé après la crise. Dans un environnement à bas taux d'intérêt, les investisseurs institutionnels (dont les fonds de pension en premier lieu) sont plus que jamais à la recherche de rendement – et les

²⁰ Blommestein, Keskinler & Lucas, "Outlook of the Securitisation Market", OECD Journal: Financial Market Trends, n°1, 2010, Juin 2011.

fonds indiciels cotés semblent de prime abord offrir le rapport idéal entre risque et retour sur investissement.

Tout comme les titres garantis par des créances, les ETF sont des véhicules d'investissement peu régulés qui rassemblent un éventail varié de classes d'actifs en un seul fonds. En tant que tels, ils ouvrent aux investisseurs les portes des marchés illiquides – par exemple celui de l'immobilier – ce qui sinon serait impossible du fait des régulations prudentielles sur les risques de liquidité et du marché (Bâle II, Solvabilité II, normes des fonds de pension, etc.). Selon le CSF, les ETF ont crû en moyenne de 40% par an cette dernière décennie, et les actifs sous gestion des ETF étaient évalués à 1,2 trillions de \$ US²¹. Tout comme les titres garantis par des créances, le marché des ETF s'est ouvert avec des produits relativement simples (des fonds rassemblant différentes actions cotées en bourse) pour se déplacer progressivement vers des ETF synthétiques plus complexes et opaques (des « ETF d'ETF », qui rappellent les « CDO de CDO », ou « CDO² » de l'ère des *subprimes*). En Europe en particulier, les ETF synthétique représentent près de la moitié du marché. Le trader véreux chez UBS qui a récemment fait la une des journaux pariait justement sur les ETF. Selon le journaliste du Financial Times Gilian Tett, « la croissance des ETF ces trois dernières années ressemble à s'y méprendre à la courbe de croissance des CDO en 2005 »²². Selon les experts de l'OCDE, « les transactions de produits dérivés en général, et les ETF en particulier, manifestent tous les signes précoces d'une bulle à venir »²³.

Transactions à Haute Fréquence

Les transactions automatiques électroniques – ou encore, le « trading algorithmique » généré par ordinateur – se sont largement répandus sur les marchés organisés, notamment dans les opérations de change et les négociations d'actions. Une large part de ce trading algorithmique est bénigne, car limitée à des transactions de routine à impact négligeable. En revanche, ce n'est pas le cas de la forme de trading algorithmique soumise à l'expansion la plus forte, le Trading à Haute Fréquence. Le Trading à Haute Fréquence consiste à exécuter des transactions de faible ampleur mais extrêmement fréquentes, en l'espace de millisecondes, pour tirer profit des variations incrémentielles des prix d'un titre donné (tenue du marché), ou pour exploiter les différences de prix entre deux plateformes de négociation (arbitrage). Les décisions transactionnelles ne sont pas prises par des personnes, mais par des algorithmes générés par ordinateur, et les placements (la possession effective du titre) ne durent que quelques secondes, voire quelques fractions de seconde. Le chiffre d'affaires quotidien du portefeuille est exceptionnellement élevé. Le Trading à Haute Fréquence n'est, on le voit, qu'une forme extrême d'investissement à court terme : non seulement la détention effective ne dure qu'une fraction de seconde, mais l'« investissement » total sur le marché est nul à la fin de la journée. Comme pour toutes les activités financières peu régulées, les données sur le Trading à Haute Fréquence sont rares et incomplètes. On estime qu'il représente environ 25% des opérations de change au comptant effectuées dans le monde en 2010²⁴, 56% des

²¹ CSF, «Potential Financial Stability Issues Arising From Recent Trends in Exchange-Traded Funds (ETFs)», avril 2011.

²² Gilian Tett, « This \$2bn mess has uncanny historical echoes », *ft.com*, 15 septembre. 2011.

²³ OCDE «Bank competition and financial stability», op.cit.

²⁴ Michael King & Dagfinn Rime, «The \$4 trillion question: what explains FX growth since the 2007 survey?», BIS Quarterly Review, BIS, Décembre 2010.

négociations sur les marchés actions aux Etats-Unis (contre 21% en 2005), et 38% des négociations sur les marchés actions en Europe (contre 9% en 2007)²⁵.

Les défenseurs du Trading à Haute Fréquence notent que cette pratique injecte des liquidités sur le marché et que certaines de ses stratégies, telles que l'arbitrage fiscal, aident à améliorer la transparence des prix et à réduire les imperfections du marché. Cet argument n'est néanmoins pas partagé par les experts de l'Organisation Internationale de la Commission de Valeurs (OICV- IOSCO), qui représente les autorités des places boursières dans le monde, et pour qui le Trading à Haute Fréquence pose un certain nombre de risques pour l'efficacité des marchés, leur « équité et intégrité », comme pour la stabilité financière. La « nature à très court terme des transactions (...) adjointe au risque inhérent à un trading algorithmique à très grande vitesse et avec de gros volumes de transactions peut détourner les prix du marché des valeurs fondamentales », et « nuire au processus de découverte des prix »²⁶. Le Trading à Haute Fréquence peut en outre amplifier la transmission de chocs dans les marchés et les classes d'actifs, ce qui, selon l'OICV, peut à son tour accroître « la vitesse à laquelle une crise systémique peut se développer ». Ce risque devint très réel lorsque les algorithmes du Trading à Haute Fréquence ont contribué au « Flash crash » de mai 2010, qui vit l'indice du Dow Jones perdre 5% de sa valeur en moins de cinq minutes. A la suite d'une erreur humaine survenue lors d'un ordre de vente sur le S&P500, les ordinateurs ont paniqué et se sont mis à vendre à tour de bras.

Les régulateurs estiment que la confiance des investisseurs institutionnels, y compris des fonds de pension, est fragilisée par la crainte d'être « joués » par la forte réactivité du trading à haute fréquence – c'est-à-dire sa très grande vitesse d'exécution des ordres. Vu l'importance des transactions à forte réactivité, les ordinateurs doivent être situés à l'intérieur des plateformes de négociation où ils opèrent, afin de recevoir les informations du marché (y compris les ordres et exécutions) avant les autres, pour pouvoir engranger des bénéfices : un gain d'une milliseconde par transaction peut se traduire par un gain de 100 millions de \$US par an pour une grande compagnie de trading à haute fréquence²⁷. L'OICV se demande également si le trading à haute fréquence n'ouvre pas de nouvelles possibilités de se « lancer dans des pratiques abusives à grande échelle qui, sinon, n'auraient pas été possibles », et cite différentes formes d'abus : « momentum ignition », « quote-stuffing », « spoofing », et « layering ». Cette pratique risque d'inciter les investisseurs traditionnels à se retirer des plateformes régulées pour placer leurs ordres sur des plateformes non-régulées ou situées au sein de groupes financiers, créant par là des « dark pools » (plateformes électroniques de négociation bénéficiant d'exemptions de transparence pré-négociation) de liquidité hors de la surveillance des autorités régulatrices²⁸.

²⁵ OICV/IOSCO, "Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency", Consultation Report, IOSCO, Juillet 2011.

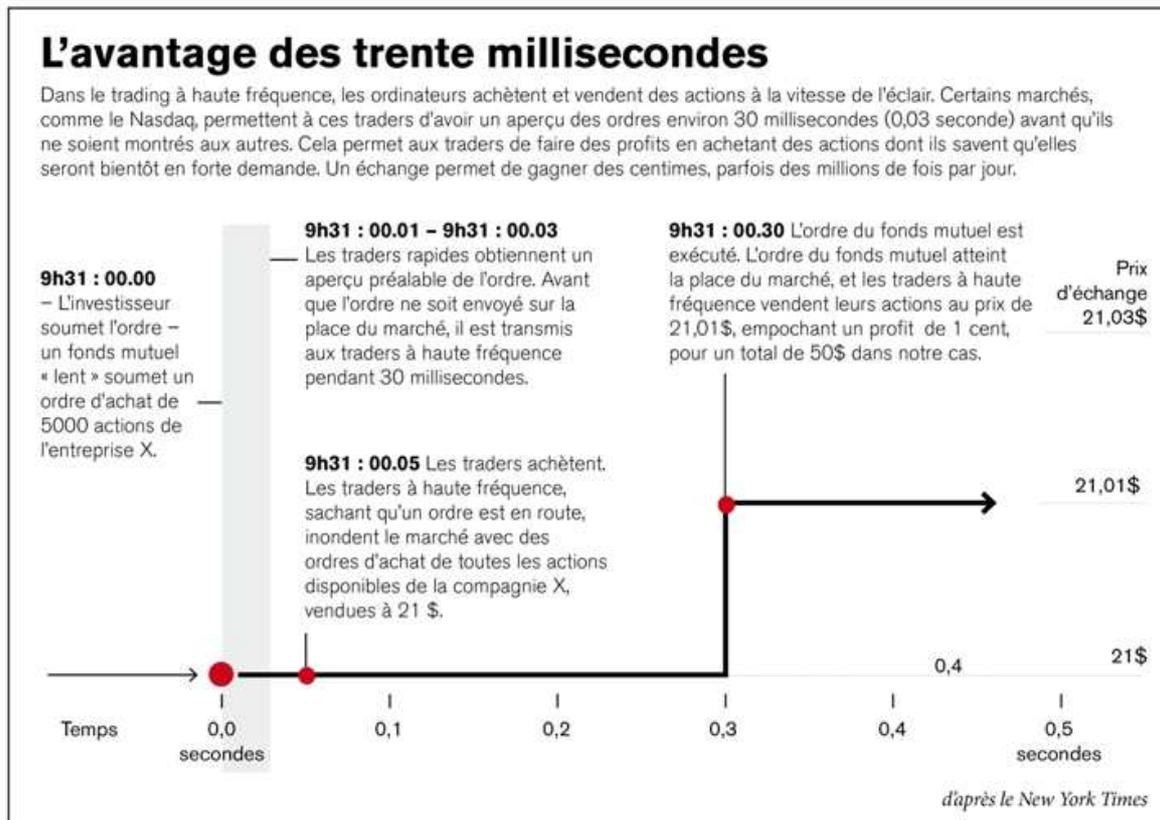
²⁶ Idem.

²⁷ « Wall Street's secret advantage : high speed trading », *The Week*, 28 juin 2010.

<http://theweek.com/article/index/204396/wall-streets-secret-advantage-high-speed-trading>.

²⁸ Idem.

Le trading à haute fréquence– l' « avantage de la milliseconde » sur les investisseurs traditionnels



Source: Schulmeister 2011 & <http://www.nytimes.com/2009/07/24/business/24trading.html>

Vente à découvert à nu et swaps de défaut de crédit

Tout comme les agences de notation, les marchés de contrats de swaps de défaut de crédit (*Credit Default Swaps - CDS*) s'avèrent trop pro-cycliques pour fixer correctement le prix du risque ; ils ont ainsi contribué à un comportement financier spéculatif qui amplifie les fluctuations des prix des actifs financiers.

Les CDS sont fondamentalement une forme d'assurance : un acheteur de CDS contracte une assurance contre le risque de défaut d'un prêt donné ; le vendeur endosse le risque contre paiement d'une prime. Pourtant, les marchés de CDS ont obtenu de piètres résultats quant à l'évaluation des risques des grandes banques avant la crise. Les travaux de la BRI illustrent le rapport inversement proportionnel des spreads CDS de soixante grandes banques en 2007 avec le soutien d'urgence reçu après la crise : plus le prix de l'assurance CDS était bas avant la crise, plus le soutien d'urgence fut élevé après la crise²⁹.

Le problème d'un tel système de notation de défaut de crédit fondée sur le marché est que les marchés de CDS (par exemple les CDS sur les obligations grecques à dix ans) ne reflètent pas

²⁹ BRI "International banking and financial market developments", BIS Quarterly Review, Juin 2011.

nécessairement le risque réel de défaut de l'actif sous-jacent (ici, le risque de défaut de paiement du gouvernement grec), qu'ils surestiment ou sous-estiment. Plusieurs facteurs du marché sont ici en jeu : d'abord, les marchés de CDS, comme tout autre marché, exigent des primes de risque (ou un rendement excédentaire) au-delà du niveau objectivement déterminé de risque de l'actif sous-jacent. Cela signifie que, par définition, les CDS surestiment le risque de défaut de paiement (encore que cette surestimation soit difficile à mesurer).

Plus fondamentalement pourtant, les marchés de CDS sont soumis à des mécanismes du marché qui n'ont rien à voir avec l'actif sous-jacent : il peut s'agir par exemple d'une soudaine aversion au risque, ou d'un mouvement précipité vers des actifs sûrs à la suite d'un événement particulier. Selon le FMI, les prix pour s'assurer contre le défaut de paiement d'un Etat via les marchés de CDS « dépendent du niveau général de l'aversion au risque, outre la probabilité réelle de défaillance souveraine »³⁰. L'aversion globale au risque, dit le FMI, a « probablement pesé sur les prix de la protection souveraine, sans qu'il n'y ait nécessairement de probabilité plus élevée de défaut de paiement ».

Prenons un exemple significatif : la soudaine dégradation de la note de la dette américaine par Standard & Poor's en août 2011. Théoriquement, cet abaissement aurait dû accroître le risque de défaut de paiement du gouvernement américain tel que perçu par les marchés, augmentant par là même le rendement sur les obligations américaines ; cela aurait dû à son tour augmenter le service de la dette américaine. Or ce n'est pas ce qui a eu lieu – tout au contraire : à la suite de la dégradation de la note, le « T-bond » (obligation américaine sur dix ans) chuta à un niveau record de 2% à la mi-août. Cela s'explique par le fait que l'abaissement de la note américaine a généré des tensions sur les marchés, au cours desquelles on a assisté à une course aux actifs sécurisés – catégorie à laquelle appartiennent les obligations américaines. De ce fait, l'impact immédiat du changement de notation des obligations américaines fut une baisse du coût d'emprunt.

Inversement, si l'aversion au risque venant du marché peut bénéficier à certaines monnaies (les Etats-Unis dans le cas présent), elle peut également déstabiliser le marché de la dette d'autres monnaies, comme ce fut le cas de pays méditerranéens en Europe. Selon les experts de l'OCDE et du FMI, le comportement « ignorant ou irrationnel » des marchés de CDS a pu jouer un rôle – auto-entretenu - dans l'aggravation de la crise, menant à un « résultat négatif auto-réalisateur »³¹. L'OCDE et le FMI ne s'étendent cependant pas sur les causes dudit comportement irrationnel.

D'autres observateurs ont quant à eux lié ce « résultat négatif auto-réalisateur » à la stratégie hautement spéculative de vente à découvert de CDS à nu : le trader contracte une assurance (le CDS) sur un actif sous-jacent qu'il ne possède pas. La vente à découvert a lieu lorsqu'un trader emprunte (contre rémunération) un titre donné, le vend en pensant que son prix va chuter, la rachète à un prix inférieur et la rend au prêteur. La combinaison des deux – les CDS simples et la vente à découvert – n'a plus rien à voir avec l'assurance : il s'agit bien d'un pari – une pure spéculation.

- Les traders achètent de CDS d'une obligation donnée en position acheteur, par exemple des obligations grecques.

³⁰ FMI "Fiscal Exit: From Strategy to Implementation", Fiscal Monitor, World economic and financial surveys, Novembre 2010.

³¹ Blommestein et al, *op.cit.*

- Simultanément, les traders vendent à découvert l'actif sous-jacent ; les traders « empruntent » (par exemple, de fonds de pensions rémunérés pour ce faire) des obligations grecques, qu'ils « revendent » ensuite ;
- La vente à découvert pousse les prix des obligations grecques à la baisse, ce qui, à son tour, augmente le risque de défaut de paiement tel que perçu par les marchés de CDS ;
- Du coup, la valeur des CDS sur les obligations grecques augmente ;
- Les traders finalisent la vente à découvert : ils rachètent les obligations grecques qu'ils avaient empruntées puis revendues, et les rendent à leurs propriétaires originels (ici, le fonds de pension).

Les traders font un double bénéfice : le premier sur la hausse des CDS (position acheteur), le second sur la baisse des obligations grecques (vendre à découvert).

Cette spirale descendante est amplifiée par les agences de notation, qui suivent le train plutôt qu'elles ne le guident : à l'évidence, le processus incite à la manipulation coordonnée. La probabilité de défaut de paiement n'est pas indépendante du coût de l'emprunt – c'est pourquoi les marchés provoquent justement les conditions qu'ils anticipent, poussant encore davantage à la baisse le prix de l'actif. C'est ce que l'on voit actuellement à l'œuvre dans le cas de la dette souveraine et des capitaux propres des banques en Europe.

Les marchés obligataires souverains

La dette souveraine dans les pays de l'OCDE a crû de façon spectaculaire depuis 2008. A la fin de 2011, la dette souveraine centrale de tous les pays de l'OCDE était estimée à 33,4 trillions de \$US (22,2 tr € ou 71,7% du PIB), tandis que la dette souveraine générale (cumulant les dettes centrale, locale, et autres passifs) atteignait 100% du PIB. Par rapport à 2007, la dette souveraine totale des pays de l'OCDE aura augmenté de 30 points du PIB en 2012. Le nombre de pays de l'OCDE avec plus de 100% de niveau de dette par rapport au PIB passera de trois avant la crise à huit dans la décennie à venir, tandis que le nombre de pays avec des niveaux de dette supérieurs à 80% du PIB devrait plus que doubler³².

Sous pression pour financer le sauvetage de banques au bord de l'insolvabilité et les mesures de relance qui ont suivi, les Trésors ont vu leurs conditions d'émission empirer en 2009. Les gouvernements ont émis plus de dette à court terme qu'à l'habitude (par exemple des billets du trésor, ou T-bills, dont la maturité est de moins de 12 mois, typiquement trois mois), par rapport à la dette à long terme (bons du trésor, ou T-bonds, dont la maturité est souvent de dix ans). La part des avoirs étrangers dans la dette totale du gouvernement a également augmenté.

Augmenter la dépendance à des emprunts à court terme et/ou au capital étranger est souvent considéré comme source de vulnérabilité accrue, car les gouvernements s'exposent à des niveaux plus élevés de risques du marché, qu'il s'agisse des risques des taux d'intérêt ou des taux de change. Cela incite à de nouvelles spéculations, liées à l'émission de la dette souveraine.

³² OCDE "Economic Outlook n°88", N°2, 2010, Novembre 2010.

L'entrelacs des passifs du gouvernement et des banques

La crise de 2008, suivie des interventions des gouvernements dans le secteur de la banque et de l'assurance ont montré combien les risques et passifs des finances du gouvernement et du secteur bancaire sont enchevêtrés. Les gouvernements ont accordé diverses formes de soutien direct aux banquiers et des garanties sur les actifs financiers et les transactions. Selon le FMI, sur les 1722 milliards de \$ US reçus directement par les banques de la part du gouvernement (injections de capital et achat d'actifs), seuls 452 milliards ont été recouvrés – avec donc près de 1270 milliards toujours en circulation³³. Entre octobre 2008 et décembre 2010, des garanties gouvernementales ont été accordées à plus de 200 banques localisées dans 20 pays de l'OCDE, avec émission de près de 1 trillion € en obligations – près de 5% du PIB des pays concernés. Il n'existe pas de programme de déphasage de ces plans de soutien dans le proche avenir.

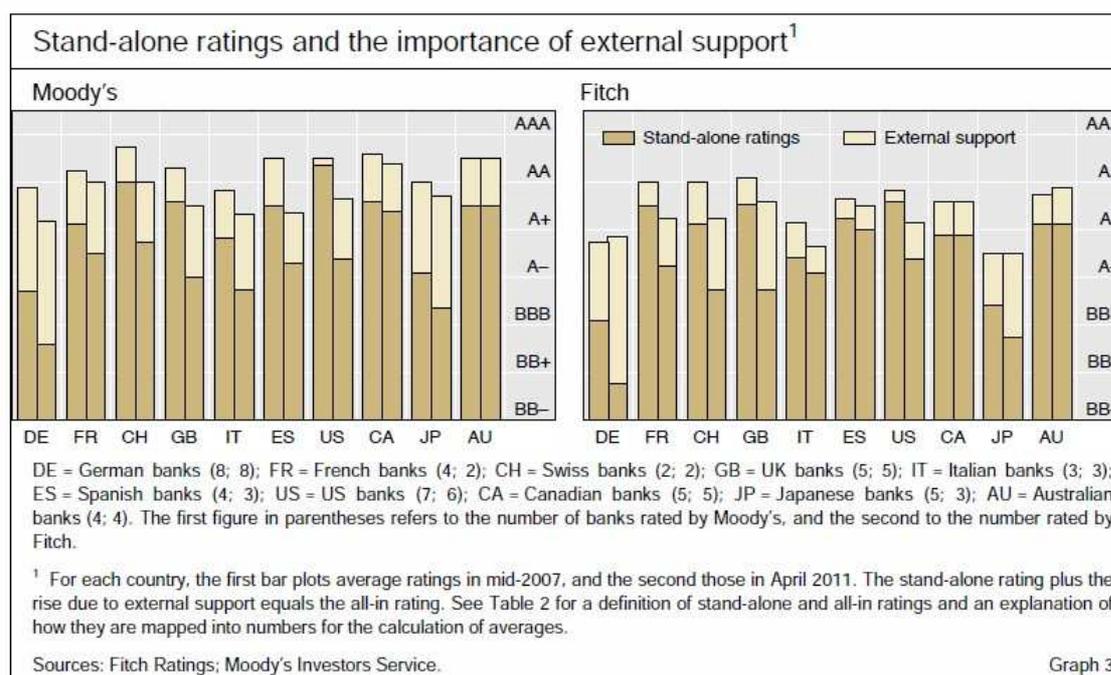
Outre ces garanties explicites sur les obligations, les gouvernements fournissent également des garanties implicites, grâce à la conviction qu'a le marché que les gouvernements sauveront le secteur bancaire si besoin était, comme ils l'ont fait en 2008-2009. On peut mesurer indirectement ce soutien gouvernemental implicite aux grandes banques par le différentiel entre leur note intrinsèque (qui évalue le risque crédit spécifique de la banque) et leur note globale, qui agrège la probabilité du soutien gouvernemental à la note intrinsèque. La BRI estime que si la note globale des grandes banques a décliné depuis 2007, cette baisse aurait été bien plus considérable sans le renforcement du soutien implicite des gouvernements après la crise³⁴. Comme on le voit dans les tableaux ci-dessous, les notes intrinsèques (« stand-alone rating ») ont décliné dans des proportions plus importantes que les notes globales (« all-in rating »). Dans le cas des Etats-Unis et de la Grande-Bretagne, les garanties implicites du gouvernement ont élevé les notes des banques américaines et britanniques d'un ou deux crans en 2010. De même, les banques allemandes actuellement notées A+ seraient tombées dans la catégorie BB+ des « obligations pourries », si elles n'étaient implicitement soutenues par le gouvernement allemand.

Il est donc clair que non seulement le soutien implicite du gouvernement (et donc du contribuable) a augmenté suite à la crise, mais c'est même devenu une condition *sine qua non* de la viabilité d'un certain nombre de banques. Si l'on ajoute à cela que le soutien implicite du gouvernement s'est considérablement renforcé pour les banques petites et moyennes, il devient indubitable que le secteur bancaire dans son ensemble est lourdement subventionné par les contribuables. Cette impression est renforcée lorsque l'on examine les bilans des gouvernements : les passifs éventuels auxquels les gouvernements sont exposés (c'est-à-dire les garanties explicites ou implicites) et qui sont intégrés dans leur notation souveraine représentent en moyenne de 20 à 30% du PIB pour les pays de l'OCDE. Au Luxembourg, en Chine, en Irlande et en Islande, elles constituent plus de 50% du PIB.

³³ FMI “Addressing Fiscal Challenges to reduce Economic Risks”, Fiscal Monitor, World economic and financial surveys, Septembre 2011.

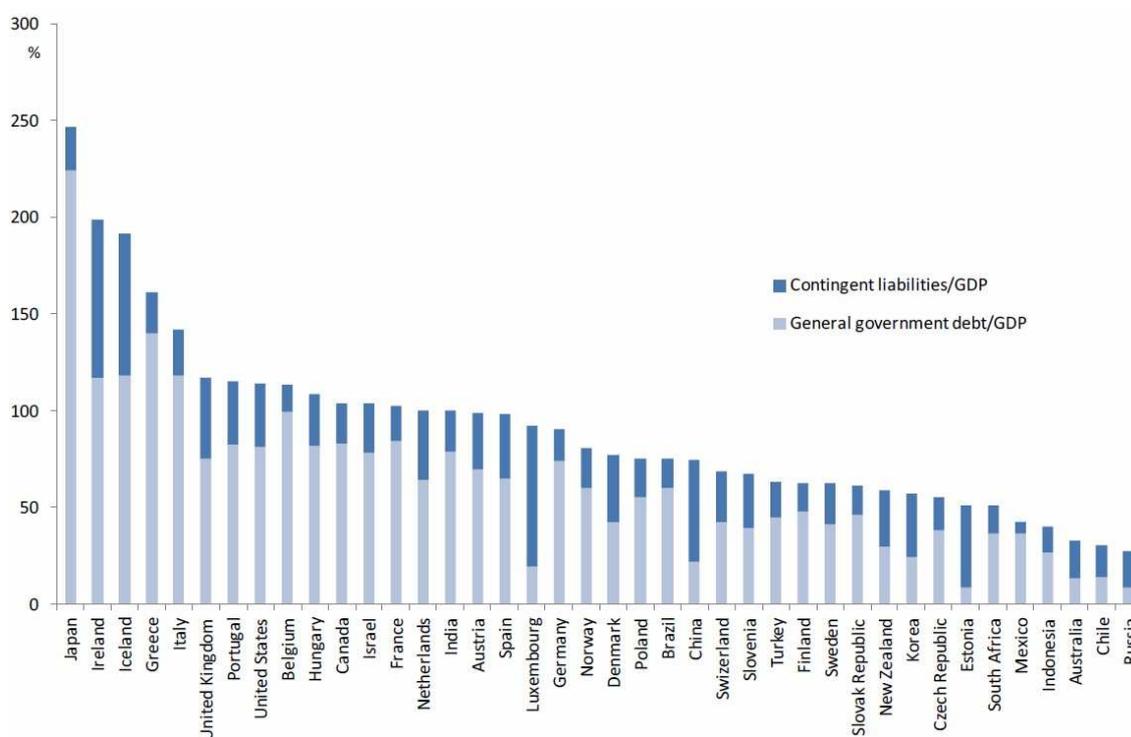
³⁴ BRI, “International banking and financial market developments”, BIS Quarterly Review, Juin 2011.

Notes globales des grandes banques et soutien des gouvernements 2007-2010



Source: BRI "International banking and financial market developments", BIS Quarterly Review, Juin 2011

Passifs éventuels et dette gouvernementale générale en % du PIB dans les pays de l'OCDE et les économies émergentes en 2010



Source: Sebastian Schich & Byoung-Hwan Kim "Guarantee Arrangements for Financial Promises: How Widely Should the Safety Net be Cast?", OECD Journal: Financial Market Trends, n°1, 2011, janvier 2011.

Le cercle vicieux

Il va sans dire que la situation est exacerbée pour les pays sous union monétaire, comme c'est le cas des pays de l'Euro, soumis aux attaques spéculatives des marchés financiers. Les gouvernements perdent la capacité d'émettre de la dette car ils ne contrôlent plus seuls leur devise ; ils sont pris en otages par les sautes d'humeur du marché, « l'appétit du risque », les rumeurs, avec des effets dominos sur l'accès du gouvernement à des financements extérieurs. Ce phénomène est particulièrement problématique parce que ces dettes sont détenues par de grandes institutions bancaires concentrées, de sorte que la crise de la dette conduit également à une crise bancaire. La spéculation toxique est exacerbée par les swaps de défaut de crédit (y compris des swaps à nu) qui autorisent les paris contre la dette souveraine et contre les banques, tout comme elle est avivée par des instruments opaques tels que les ETF, peu régulés et mal compris. Ces instruments et sources de spéculation créent des effets de contagion et poussent les pays et les banques vers des crises de liquidité qui pourraient devenir des crises de solvabilité³⁵.

Il résulte de ce qui précède – le comportement spéculatif en tant que cible mouvante qui s'adapte et s'ajuste instantanément au marché et aux changements de régulation, l'essor de conglomérats globaux financiers qui coexistent avec des systèmes bancaires parallèles, et l'entrelacs croissant des finances gouvernementale et bancaire – une réaction en chaîne dans le déroulement de la crise, et une interaction insidieuse entre la spéculation financière et la dette souveraine :

- 1^{ère} étape : Avant la crise, et après des années de dérégulation et de supervision laxiste, les gouvernements laissent les grandes banques croître et diversifier leurs activités au point de devenir trop grosses pour faire faillite, ou pour être adéquatement régies et supervisées. Les gouvernements laissent en outre la finance de l'ombre, les infrastructures de marché et le trading parallèle se développer sans supervision appropriée.
- 2^{ème} étape : La juxtaposition des deux – la création de vastes conglomérats financiers et la dérégulation des marchés et des plateformes de négociation – nourrit de nouvelles formes de comportement spéculatif, à la fois avant et après la crise.
- 3^{ème} étape : La crise financière de 2008 induit une récession globale économique et sociale. Les gouvernements mettent en œuvre des programmes de relance économique financés par des augmentations massives de l'endettement public. Un transfert massif de dette, et donc de risques et de passifs, a lieu des crédateurs vers les gouvernements et les contribuables : les pertes générées par le secteur bancaire (et les conglomérats financiers globaux en particulier) ont été prises en charge, par diverses voies, par les gouvernements et les contribuables – et donc, en dernier ressort, par les citoyens ;
- 4^{ème} étape : Dans la mesure où ce transfert et le sauvetage des banques n'ont été conditionnés à aucune re-réglementation ou restructuration sérieuse du secteur financier, le coût de la spéculation financière est de fait intégré aux bilans des gouvernements. Il peut être mesuré par le volume des passifs éventuels du gouvernement, calculé par les agences en plus de leur dette publique, et qui affecte donc négativement leur notation souveraine ;

³⁵ De Grauwe 2011 "The Governance of a Fragile Eurozone", Paul de Grauwe, Working Paper, University of Leuven and CEPS, Avril 2011.

- 5^{ème} étape : Les finances gouvernementale et bancaire privée s'entremêlent. Les gouvernements se tournent vers des mesures d'austérité, et la reprise apparaît de plus en plus fragile et incertaine. Les attaques spéculatives ne faiblissent pas, nourries par la défaillance des gouvernements à éliminer par la régulation les véhicules de la spéculation financière – qui ont causé la crise de 2007-2008 en premier lieu. A mesure que les notations souveraines sont dégradées pays après pays, la crise se transforme en une crise de la dette souveraine ; le secteur financier hautement interconnecté est soumis à un stress renouvelé. Cela ajoute une pression supplémentaire au bilan du gouvernement, par le biais de passifs éventuels accrus.

Quelle réponse réglementaire ?

Dans un monde doté de systèmes de gouvernance internationale robustes et efficaces, l'intelligence collective aurait conduit les gouvernements à coopérer face à cette chronologie de la crise depuis 2007. Ils auraient collectivisé les risques encourus par chacun individuellement ; ils auraient accéléré les réformes financières pour étouffer les sources de la spéculation financière.

Mais cela n'a pas eu lieu.

Le Plan d'(in)Action du G20

En réponse à la crise financière en 2008, les gouvernements ont créé le forum du G20 au niveau des chefs d'Etat, qui s'est réuni pour la première fois en novembre 2008. Les « Recommandations pour Renforcer la Stabilité Financière » du G20 ont été adoptées à Londres en avril 2009 ; elles donnent l'ordre du jour de la réforme de la réglementation. Aux Etats-Unis, la crise a entraîné un processus de réforme régulatrice parallèle, qui a culminé avec l'adoption de la loi Dodd-Frank en juillet 2010.

Le rôle de la spéculation (que ce soit au sens étroit ou au sens large) dans le déclenchement de la crise financière est bien connu. Et certes, le G20 comme le processus Dodd-Frank établissent un programme détaillé, et sur certains aspects convaincant, de réforme du système financier. Mais en supposant même que ce processus de réforme soit mis en œuvre, il peut au mieux stabiliser le système financier actuel et le maintenir à flot ; il n'existe en revanche aucune volonté de s'attaquer en profondeur aux forces spéculatives qui ont causé la crise en 2007 et 2008.

Le problème provient en partie du fait que la mise en œuvre des programmes du G20 et de Dodd-Frank a été entravée par des efforts extrêmement vigoureux de la part des acteurs financiers et leurs alliés en politique ; ou alors elle a été reléguée au second rang après la gestion immédiate de la crise économique par les gouvernements. Les vraies réformes ont été appliquées très lentement, ou ont été tout bonnement mises de côté. Des divisions entre les régulateurs européens et américains ont également contribué à la molle mise en œuvre des réformes. La crise financière elle-même a été utilisée comme argument pour les retarder, au titre qu'elles pousseraient un système financier déjà vulnérable dans le gouffre.

Avec le temps, l'ambition s'est érodée. On se souviendra peut-être du Sommet de Londres en avril 2009 comme d'un moment potentiellement historique... dilapidé dès juin 2010 à

Toronto, lorsque les dirigeants du G20 ont opté pour des politiques d'austérité et rejeté toute réforme sérieuse du secteur financier. Il y a donc peu d'espoir de les voir proposer des initiatives pour enrayer la spéculation ; il faudrait pour ce un changement substantiel de politique.

Les principales initiatives en termes de re-réglementation prises aux Etats-Unis et en Europe (les régions les plus affectées par la crise financière), en réponse au Plan d'Action du G20, furent les suivantes :

- Aux Etats-Unis, les réformes financières ont été adoptées par un simple acte législatif, le Dodd-Frank Act de juillet 2010. Or cette loi reste obscure sur des aspects cruciaux de son application et d'élaboration des normes ; ceux-ci sont censés être élaborés par un processus complexe sur plusieurs années. Sur le papier, la loi Dodd-Frank va plus loin que ce qui est proposé en Europe dans bien des domaines ; or en fait, l'application de ses dispositions a été ajournée, minée par certaines forces politiques et le lobbying financier aux Etats-Unis.
- L'Europe n'a pas l'équivalent du Dodd-Frank. Ici, le processus de réforme est élaboré par des truchements variés³⁶. Contrairement aux Etats-Unis, plusieurs initiatives de réforme en sont toujours au stade de projet ; d'un autre côté, nombre d'entre elles doivent être adoptées en tant que « régulations » et non en tant que « directives » ce qui signifie qu'une fois passées, leur mise en œuvre sera plus rapide et laissera moins de place aux exceptions nationales.

Régulation des marchés dérivés de gré à gré

En septembre 2009, les dirigeants du G20 réunis à Pittsburgh ont adopté des engagements fondamentaux au sujet des marchés de dérivés de gré à gré³⁷ :

- Toutes les transactions portant sur des contrats standards de produits dérivés de gré à gré doivent avoir lieu sur des plateformes d'échange ou électronique, et agréées par des contreparties centrales fin 2012 au plus tard. Les contreparties centrales sont censées prémunir contre le risque de défaut de la contrepartie (le risque que l'autre partie ne remplisse pas ses obligations).
- Les contrats dérivés de gré à gré doivent être notifiés auprès de registres de commerce.

³⁶ Les initiatives de l'UE comprennent:

- L'examen continu de la Directive concernant les marchés d'instruments financiers (MIF), notamment sur la transparence et le compte-rendu aux régulateurs des transactions de dérivés, et les incitations pour opérer sur des plateformes organisées.
- Une proposition de Régulation des Infrastructures de Marché Européennes (EMIR), qui couvrirait les transactions des dérivés gré à gré par les contreparties centrales et l'inscription auprès de registres de commerce.
- Une proposition de Régulation sur la vente à découvert et certains aspects des contrats swaps de défaut de crédit.
- La révision de la Directive Abus de Marché autorisant les régulateurs nationaux à fixer des limites standard et créant des catégories de traders sur le marché dérivé des matières premières.
- Le 4^{ème} examen de la directive sur l'adéquation des fonds propres (capital requirements directive – CRD IV) incluant de nouvelles exigences de capital pour des transactions de gré à gré qui n'ont pas été agréées par la contrepartie centrale.

³⁷ Ces engagements sont spécifiés dans les 21 recommandations du CSF en octobre 2009 (FSB 2009a)

- Les contrats non standardisés, non agréés centralement doivent être soumis à des exigences de capital plus élevées.

Dodd-Frank et les directives EU ci-dessus sont assez semblables dans leurs exigences. Toutefois, comme nous l'avons noté plus haut, le Dodd-Frank a encore à être mis en œuvre par les autorités régulatrices. Dans un bilan sur les marchés de gré à gré publié en avril 2011, le CSF conclut que « de nombreuses juridictions ont encore à prendre des décisions clef » au sujet des régulations des dérivés de gré à gré, et parmi ceux qui ont déjà agi, « des différences d'approche émergent ». Nul doute qu'il existe des divergences entre les Etats-Unis et l'Europe au sujet des exigences de capital et l'agrément des contreparties centrales.

Le Plan d'Action du G20 ne va guère plus loin que l'inscription et l'agrément des dérivés de gré à gré ; en particulier, les restrictions des transactions par des limites standard et des interdictions de vente à découvert ne sont pas couvertes par le plan d'action. En Europe cependant, la Commission Européenne a fait circuler une proposition de réglementation pour restreindre la vente à découvert à nu des CDS, y compris une possible restriction des CDS souverains en cas de stress du marché. Pour l'heure, dans l'Union européenne, chaque gouvernement national fixe ses propres règles sur les ventes à découvert : en août 2011 plusieurs d'entre eux avaient interdit les ventes à découvert – mesure pourtant largement symbolique, car l'interdiction ne peut s'appliquer au-delà des frontières, dans des juridictions où de telles pratiques sont autorisées. Le Parlement Européen a certes adopté une position très ferme contre la vente à découvert ; mais la version que le Conseil Européen soutient actuellement est très largement allégée par rapport à la proposition de la Commission.

Taxer les transactions financières

La taxation des transactions financières est un procédé efficace pour réduire les transactions spéculatives – et générer des revenus. En dépit du soutien d'un nombre croissant de pays du G20, des agences de l'ONU et, tout récemment, du FMI, la proposition de création d'une Taxe sur les Transactions Financières (TTF) n'a jamais été étudiée par le G20 ou le CSF. Au niveau européen, la probabilité est forte qu'une TTF soit adoptée ; on peut espérer qu'elle aura un impact plus général sur les marchés spéculatifs.

Le récent revirement de la Commission Européenne sur la TTF – qui fait désormais partie de ses soutiens les plus fervents – est fort bienvenu. La Commission proposerait une taxe de 0,1% dans la zone Euro sur les transactions d'actions et d'obligations, et 0,01% sur les produits dérivés. Le faible pourcentage sur les dérivés semble indiquer que la Commission est mue par une volonté de créer du revenu sans affecter démesurément les volumes d'échange.

Les agences de notation

La loi Dodd-Frank renforce les exigences de responsabilité et de transparence pour les dix « organisations de notation statistique reconnues au niveau national » (NRSROs) aujourd'hui immatriculées. Ses dispositions visent à prévenir les conflits d'intérêt et éviter que les émetteurs de produits structurés ne choisissent leurs agences de notation, y compris par un processus aléatoire. Elle renforce également, pour les juridictions de la Securities & Exchange Commission (SEC), la transparence des méthodologies utilisées pour la notation, et les exigences de reporting ; tout comme elle facilite les actions en justice contre les agences – du moins en principe. De plus, elle appelle la SEC à créer un Conseil de Surveillance des agences de notation, avec une majorité constituée de représentants des investisseurs. Ce

Conseil choisirait une agence pour mener l'évaluation initiale de chaque nouveau lot de produits financiers structurés ; les émetteurs de titres ne seraient plus autorisés à participer à la nomination des évaluateurs, et les nominations seraient fondées sur une évaluation de l'exactitude des notations dans le temps. La SEC disposerait en outre d'un Service de Notation (Office of Credit Ratings), doté de pouvoirs d'élaboration des règles et de perception des amendes. Les investisseurs pourraient ainsi recouvrer des dommages et intérêts dans les actions en justice menées contre les agences de notation en cas de négligence grave³⁸. Il n'est pourtant pas certain que cette disposition de la loi Dodd-Frank soit mise en œuvre : les lobbyistes financiers ont été autorisés à la soumettre à examen et à apporter des amendements. Nul doute que ce soit pour enterrer le projet.

En Europe, une nouvelle réglementation sur les agences de notation a été mise en œuvre en 2011, plus ou moins alignée sur les dispositions de la loi Dodd-Frank, même s'il existe des divergences sur certains points, tels la réduction de la dépendance aux agences de notation. Ces réformes sont bienvenues. Néanmoins, il est vraisemblable que l'oligopole constitué par les trois plus grosses agences (contrôlant 90% du marché) ne soit guère affecté par ces réformes.

Traiter le problème des conglomérats financiers

La question des conglomérats financiers « trop-gros-pour-faire-faillite » est au cœur du processus du G20 depuis le premier sommet de novembre 2008. Des initiatives sont en cours pour renforcer l'« autorité de résolution » : elle permettrait aux autorités nommées par le gouvernement de prendre préventivement le contrôle d'une G-SIFI (institution financière d'importance systémique de rang global) qui n'est plus viable, afin d'empêcher à la fois un sauvetage coûteux et des effets de contagion dans le système financier. Pourtant, la question plus profonde du bienfait de l'existence même de groupes trop-grands-pour-faire-faillite a été écartée par le CSF et le processus du G20.

En avril 2010, le CSF a recommandé que ses membres imposent des limites à la taille et la complexité des groupes financiers ; mais elles n'ont pas été appliquées. Certaines dispositions de Bâle II et d'autres textes similaires aux Etats-Unis imposent certes des exigences plus élevées de capital pour des institutions financières vastes et complexes ; mais certains notent que même ces exigences plus élevées de capital seront insuffisantes pour décourager les activités dangereuses.

Des limites de taille et de complexité

Outre les niveaux de capital, il existe d'autres clauses régulatrices, particulièrement dans Dodd-Frank, pour contrer le comportement risqué et spéculatif. On pense notamment à la règle Volcker, qui impose des limites aux transactions pour compte propre et aux prises de participation dans des fonds d'arbitrage *hedge funds* et les fonds de capital-investissement *private equity*, ainsi que des restrictions à l'endettement mutuel entre institutions financières, et envisage l'identification d'institutions financièrement importantes devant faire l'objet d'une

³⁸ Epstein, Pollin "Regulating Wall Street: Exploring the Political Economy of the Possible", Political Economy Research Research Institute (PERI), 2011.

supervision plus rigoureuse et, le cas échéant, de restrictions supplémentaires aux activités spéculatives et risquées³⁹.

Il n'existe pas d'équivalent de la règle Volcker en Europe ; pire encore, il n'existe pas à l'échelle de l'UE de réglementation qui exigerait la ségrégation des activités de banque d'investissement et de banque de détail, ou, plus modestement, l'encouragerait ; de même qu'il n'existe pas de projet de règles sur les « swaps push out », par lesquelles la résolution et l'assistance gouvernementale excluraient spécifiquement les transactions de produits dérivés, ou du moins les restreindraient sérieusement. Certains Etats membres ont cependant déjà pris des mesures dans ce domaine : en Grande-Bretagne, la Commission Vickers a émis des propositions pour circonscrire les opérations de banque d'investissement par des conseils d'administration séparés et des ratios de capital plus élevés que ceux prévus par le CSF pour les groupes trop-gros-pour-faire-faillite. Mais ces deux types d'activités pourraient coexister au sein du même conglomérat, donc il est loin d'être certain que cette circonscription règle le problème des trop-gros-pour-faire-faillite. On peut en effet douter qu'un gouvernement soit moins enclin à sauver une banque d'investissement étroitement liée aux marchés de change et aux marchés des dérivés – avec tous les risques systémiques que cela implique –, même dissociée de sa propre banque de détail.

Taxer les bilans des banques

L'imposition spécifique du bilan des groupes trop-gros-pour-faire-faillite est un autre domaine qui n'a guère progressé depuis le début du processus du G20. Le FMI avait proposé en avril 2010 la création d'une Contribution de Stabilité Financière qui s'appliquerait aux bilans des grandes institutions financières (ou du moins, des grandes banques, et éventuellement des groupes d'assurance), et serait calibré en fonction du degré de risque de leurs passifs. Une telle Contribution de stabilité financière pouvait, selon le FMI, réduire l'endettement par effet de levier et le profil de risque à l'échelle du groupe. Mais cette idée a été abandonnée. Le président Obama a bien proposé en janvier 2010 le versement d'une « Taxe de prime de Responsabilité Financière » (Financial Crisis Responsibility, mais elle n'a pas été retenue dans le Dodd-Frank.

La gouvernance des banques

La crise a mis à nu de spectaculaires défaillances dans la gouvernance des grandes banques, dont l'incompétence et l'irresponsabilité de nombreux Conseils d'Administration quant à l'évaluation et la supervision de la gestion du risque⁴⁰. Malgré cela, presque rien n'a été fait au niveau national. La Commission Européenne a lancé une vaste consultation sur le rôle des investisseurs institutionnels et la gestion du risque par les banques, mais pour l'heure, aucun projet de réforme tangible n'est prévu. Dodd-Frank impose néanmoins de nouvelles exigences sur la publication du salaire du PDG (en proportion du salaire moyen), et le SEC envisage de faciliter l'accès des actionnaires à l'Assemblée Générale – une réforme trop longtemps différée, qui pourrait enfin promouvoir un activisme actionnarial responsable aux Etats-Unis.

³⁹ Epstein & Pollin, op.cit. D'Arista & Epstein, "Dodd-Frank and the Regulation of Dangerous Interconnectedness", The Future of Financial Reform; Will it Work? How Will We Know? New York: Roosevelt Institute.

⁴⁰ OCDE "Corporate Governance and the Financial Crisis - Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles", Directorate for Financial and Enterprise Affairs, OECD Steering Group on Corporate Governance, Février 2010.

Conclusion et recommandations

La spéculation financière, entendue au sens large, a contribué à la crise économique en générant des bulles d'actifs, en créant un réseau massif d'endettement et en engendrant un entrelacs complexe et opaque entre les institutions financières. Ce réseau de firmes s'est disloqué lorsque la bulle a explosé. La spéculation a en outre depuis lors joué le rôle d'accélérateur de crise, avec la persistance d'un système bancaire parallèle et de vastes conglomerats financiers.

La spéculation financière est une cible mouvante. Elle se réinvente en permanence, et sa polymorphie lui permet de s'ajuster instantanément aux mouvements du marché et aux modifications de réglementation.

La sortie de crise exigera sans nul doute une politique ambitieuse : c'est rien de moins qu'un nouveau paradigme de politique économique et de régulation financière qui est requis. Cela exigera des systèmes de gouvernance internationale plus solides et plus efficaces que ceux qui existent à l'heure actuelle, et qui concourent réellement à collectiviser et à atténuer les risques systémiques, en Europe avant tout.

Cet article s'interroge sur les politiques nécessaires pour réduire la spéculation, et pour limiter les forces financières qui poussent nos économies vers des crises dévastatrices. Si les réformes financières doivent être efficaces, trois volets semblent nécessaires :

Limiter les paris à court terme déstabilisants qui perturbent le fonctionnement efficace des marchés financiers, et qui mènent les institutions comme les acteurs financiers vers des crises de liquidité ou de solvabilité.

Les réformes clef incluraient :

- La création d'une taxe sur les transactions financières. Ce serait un facteur important pour limiter les transactions spéculatives, en particulier le trading à haute fréquence ;
- L'exigence que toutes les transactions de produits dérivés aient lieu sur des plateformes organisées ; et que les règles fiscales et prudentielles s'appliquant aux autres transactions de gré à gré soient imposées à des niveaux prohibitifs ;
- L'imposition de restrictions sur les stratégies de trading à court terme, y compris une interdiction des ventes à découvert à nu.

Limiter le risque néfaste pris par les grandes firmes financières, qui, du fait de leur niveau élevé d'endettement mutuel et d'interdépendance, les place en situation dangereuse, et met toute l'économie en péril.

Cette situation incestueuse conduit à terme à des situations nuisibles où les contribuables doivent choisir entre sauver les banques et risquer leur insolvabilité, c'est-à-dire prendre le risque d'une crise économique plus large qui leur coûterait leur emploi et leurs économies.

Les réformes incluraient :

- La division des gros conglomérats financiers : il faudrait imposer une scission obligatoire des activités commerciales et d'investissement par le biais de règles strictes de concurrence (version modernisée du régime Glass-Steagall américain), afin d'empêcher des situations oligopolistiques. Comme mesure transitoire, la nationalisation directe de larges conglomérats financiers serait un moyen efficace de restructurer le secteur financier ;
- La réforme de la gouvernance des banques, afin que la gestion du risque et la rémunération soit alignées avec les intérêts de stabilité financière à long terme ; et le rééquilibrage des intérêts de toutes les parties prenantes en faveur d'une meilleure protection des créiteurs et des salariés dans l'entreprise ;
- L'étouffement du système bancaire parallèle par la réglementation, afin d'éviter la fuite du système régulier vers la finance de l'ombre. Cela signifie : (i) des règles prudentielles prohibitives et des régimes d'imposition sur les transactions hors-bilan de titres adossés à des actifs (tels que les CDO), (ii) l'alignement des fonds spéculatifs (*hedge funds*), des fonds indiciels ETF et autres fonds d'investissement privés sur la réglementation standard des gestionnaires d'actifs, et (iii), l'extension de la coopération internationale actuelle sur les centres financiers offshore au-delà de simples préoccupations d'évasion fiscale pour inclure l'arbitrage fiscal et régulateur ;
- L'élimination progressive de toutes les aides gouvernementales actuelles au secteur bancaire, par le biais de la création (ou l'extension) de programmes d'assurance financés par le secteur ; la création d'une Contribution à la Stabilité Financière (CSF) et d'une la Taxe sur les Activités Financières (TAF) proposées par le FMI serait à cet égard bienvenue ;
- L'obligation faite aux agences de notation de réorienter leur modèle économique vers le principe de l'investisseur-payeur ; les moyens pour y parvenir incluraient : l'agrégation des paiements des investisseurs en un seul fonds par industrie, le renforcement de la responsabilité juridique des agences, le développement de la concurrence par la création d'agences publiques, et la réduction de la dépendance aux agences de notation dans les régimes prudentiels de finance publique et bancaire.

Plus difficile encore, il importe d'agir pour :

Réorienter les institutions financières et les marchés pour les détourner d'activités risquées et nuisibles vers celles qui concourent à l'investissement dans les technologies favorisant la productivité, génèrent des emplois dignes et rémunérés, et fournissent du capital et des facilités d'assurance pour améliorer les opérations de l'économie réelle.

Il va sans dire qu'aucune liste donnée de réformes ne pourrait satisfaire cet objectif plus large, parce qu'il s'agit de rien de moins que de modifier l'équilibre des pouvoirs entre les gouvernements démocratiquement élus et les marchés financiers. Les domaines d'action incluraient :

- Une diversification du secteur financier par le biais d'un vaste éventail d'institutions financières publiques et coopératives. Elles fourniraient des activités financières socialement productives, et comprendraient des banques publiques, des banques coopératives et des compagnies d'assurance. La difficulté ici est de penser un cadre institutionnel tel qu'il puisse empêcher que de telles institutions financières ne se lancent dans le même type d'investissement spéculatif, et parfois corrompu, qui a prévalu dans le secteur financier privé. En ce qui concerne les flux transfrontaliers,

l'introduction de mesures de contrôle du capital (ou leur renforcement) pourrait être envisagé ;

- La mise en place de mécanismes qui permettent d'harmoniser le salaire des financiers avec leur contribution à la société, y compris par la taxation progressive. Aux Etats-Unis en particulier, comme dans d'autres pays, la compensation financière des acteurs financiers est largement supérieure à celle d'autres professions, sans être proportionnée aux risques sociaux et aux coûts imposés par la finance au reste de la société⁴¹.
- La protection des processus de réforme financière de l'emprise réglementaire. Les projets de réglementation financière doivent inclure les citoyens et ne sauraient être laissés aux mains de techniciens ou d'élites politiques, elles-mêmes sous l'influence de banquiers et lobbies financiers. Il y a, au sein des pays du G20, une nécessité évidente de réformer la façon dont les partis politiques sont financés afin de protéger les systèmes démocratiques contre les intérêts particuliers du secteur financier. Accorder plus de poids à la société civile dans les politiques des institutions financières privées accroîtrait le poids des intérêts du public dans le comportement financier.
- La modification de la mesure de la croissance. Il s'agirait de passer d'une mesure traditionnelle du PIB à un nouvel indicateur de croissance qui prendrait davantage en compte les facteurs sociaux et d'inégalité. Selon Stiglitz, Sen et Fitoussi, l'une des « raisons pour lesquelles cette crise a pris de nombreuses personnes au dépourvu tient au fait que notre système de mesure [pour évaluer les performances économiques] a fait défaut »⁴².

Les projets de réforme actuellement discutés (et pour partie mis en œuvre) aux Etats-Unis et en Europe traitent partiellement les deux premières questions – limiter la spéculation nocive et réduire les risques liés aux banques « trop-grosses-pour-faire-faillite ». Nous l'avons vu : ce programme avance très lentement, et est même au point mort. Pire encore, il n'y a eu aucun effort pour affronter le problème plus profond : dans quelle mesure le secteur financier sert-il réellement les besoins des démocraties, des ménages, des entreprises productives et des gouvernements, et comment le secteur financier doit-il être restructuré ? Il est grand temps de remettre le débat sur la gouvernance et la restructuration financière au centre du projet politique, et de redoubler les efforts pour mettre réellement en œuvre les dispositions de la loi Dodd-Frank et du plan de réforme du G20.

Gerald Epstein, Pierre Habbard

⁴¹ Crotty, "The Bonus-Driven "Rainmaker" Financial Firm: How These Firms Enrich Top Employees, Destroy Shareholder Value and Create Systemic Financial Instability (revised)", 2011.

⁴² Joseph E. Stiglitz, Amartya Sen, Jean-Paul Fitoussi "Rapport de la Commission sur la mesure des performances économiques et du progrès social", Septembre 2009.

Bibliographie

BIS/BRI “Triennial and semi-annual surveys – Positions in global over-the-counter (OTC) derivatives markets at end-June 2010”, Monetary and Economic Department, Novembre 2010 http://www.bis.org/publ/otc_hy1011.pdf

BIS/BRI “Triennial Central Bank Survey - Report on global foreign exchange market activity in 2010”, Monetary and Economic Department, Décembre 2010
<http://www.bis.org/publ/rpfx10t.pdf>

BIS /BRI “International banking and financial market developments”, BIS Quarterly Review, Juin 2011 http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1106.pdf

BIS/BRI “The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions” Paper No 43, Committee on the Global Financial System, Juillet 2011 <http://www.bis.org/publ/cgfs44.pdf>

BIS/BRI “Market Structures and Systemic Risks of Exchange Traded Funds”, BIS Paper No. 343. Avril 2011 <http://www.bis.org/publ/work343.pdf>

Hans J. Blommestein (OECD), Vincenzo Guzzo (IMF), Allison Holland (IMF) and Yibin Mu (WBG), “Debt Markets: Policy Challenges in the Post-Crisis Landscape”, OECD Journal: Financial Market Trends, N°1, Volume 2010, Juin 2010
<http://www.oecd.org/dataoecd/10/41/45988118.pdf>

Blommestein, Keskinler & Lucas, “Outlook of the Securitisation Market”, OECD Journal: Financial Market Trends, N°1, Volume 2010, Juin 2011
<http://www.oecd.org/dataoecd/36/44/48620405.pdf>

Adrian Blundell-Wignall & Paul Atkinson, “Global SIFIs, Derivatives and Financial Stability”, OECD Journal - Financial Market Trends, N°1, Volume 2011, Janvier 2011
<http://www.oecd.org/dataoecd/62/10/48299884.pdf>

Adrian Blundell-Wignall, Gert Wehinger and Patrick Slovik, “The Elephant in the Room: The Need to Deal with What Banks Do”, OECD Journal: Financial Market Trends, N°2, Volume 2009, Décembre 2009 <http://www.oecd.org/dataoecd/13/8/44357464.pdf>

James Crotty, The Bonus-Driven “Rainmaker” Financial Firm: How These Firms Enrich Top Employees, Destroy Shareholder Value and Create Systemic Financial Instability (revised)” Political Economy Research Institute (PERI)
http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_201-250/WP209_revised3.pdf

James Crotty and Gerald Epstein. “A Financial Precautionary Principle: New Rules for Financial Product Safety”
http://www.wallstreetwatch.org/working_papers/workingpaper1.pdf

D’Arista & Epstein. “Dodd-Frank and the Regulation of Dangerous Interconnectedness”, The Future of Financial Reform; Will it Work? How Will We Know? New York: Roosevelt

Institute.

http://www.rooseveltinstitute.org/sites/all/files/Will_It_Work_Financial_Interconnection.pdf

Paul De Grauwe “The Governance of a Fragile Eurozone”, Working Paper, University of Leuven and CEPS, Avril 2011

http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/Degrauwe/PDG-papers/Discussion_papers/Governance-fragile-eurozone_s.pdf

Epstein & Pollin, “Regulating Wall Street: Exploring the Political Economy of the Possible”, Political Economy Research Institute (PERI)

http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_251-300/WP256.pdf

Jean-Paul Fitoussi, Joseph E. Stiglitz, Amartya Sen, “Rapport de la Commission sur la mesure des performances économiques et du progrès social” Septembre 2009

http://www.stiglitz-sen-fitoussi.fr/documents/rapport_francais.pdf

ETUI, ITUC & TUAC 2011 “Exiting from the crisis: towards a model of more equitable and sustainable growth”, David Coats (éd.), ETUI, ITUC & TUAC, 2011

<http://exitingthecrisis.org>

FSB/CSF “Shadow Banking: Scoping the Issues”, A Background Note of the Financial Stability Board, 12 Avril 2011

http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110412a.pdf

FSB/ CSF “Potential Financial Stability Issues Arising From Recent Trends in Exchange-Traded Funds (ETFs)”, Financial Stability Board, Avril 2011.

http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110412b.pdf

Global Unions, “Take action on jobs to sustain the recovery - Global unions' statement to the G8/G20 Ontario Summits Canada”, Global Unions, ITUC, TUAC, Juin 2010

http://www.tuac.org/en/public/e-docs/00/00/07/25/document_doc.phtml

IMF/FMI, “Fiscal Exit: From Strategy to Implementation”, Fiscal Monitor, World economic and financial surveys, Novembre 2010,

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2010/fm1002.pdf>

IMF/FMI, Rapport sur la stabilité financière dans le monde, Septembre 2011

<http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2011/02/index.htm>

IMF/FMI, İnci Ötker-Robe, Aditya Narain, Anna Ilyina, and Jay Surti, “The Too-Important-to-Fail Conundrum: Impossible to Ignore and Difficult to Resolve” IMF Staff Discussion Note, 27 Mai 2011

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1112.pdf>

IMF / FMI “Addressing Fiscal Challenges to reduce Economic Risks”, Fiscal Monitor, World economic and financial surveys, Septembre 2011,

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2011/02/pdf/fm1102.pdf>

OICV/IOSCO “Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency”, Consultation Report, IOSCO, Juillet 2011
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD354.pdf>

Johnson “The Ruinous Fiscal Impact Of Big Banks” The Baseline Scenario, 3 Février 2011
<http://baselinescenario.com/2011/02/03/the-ruinous-fiscal-impact-of-big-banks/>

John Keynes, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, 1936 (traduit par Jean- de Largentaye)

Sebastian Schich & Byoung-Hwan Kim, “Guarantee Arrangements for Financial Promises: How Widely Should the Safety Net be Cast?”, OECD Journal: Financial Market Trends, N°1, Volume 2011, Janvier 2011 <http://www.oecd.org/dataoecd/42/49/48297609.pdf>

Michael King & Dagfinn Rime, “The \$4 trillion question: what explains FX growth since the 2007 survey?” BIS Quarterly Review, BIS, Décembre 2010
http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1012e.pdf

Michael Kumhof and Romain Rancière, “Inequality, Leverage and Crises”, IMF Working Paper WP/10/268, Novembre 2010
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10268.pdf>

OCDE/ OECD “Economic Outlook n°88”, Volume 2010/2, Novembre 2010
<http://www.oecd.org/dataoecd/63/57/46435606.pdf>

OCDE/ OECD “Corporate Governance and the Financial Crisis - Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles”, Directorate for Financial and Enterprise Affairs, OECD Steering Group on Corporate Governance, Février 2010
<http://www.oecd.org/dataoecd/53/62/44679170.pdf>

OCDE/OECD “Bank competition and financial stability”, Août 2011
<http://www.oecd.org/dataoecd/14/49/48501035.pdf>

Pozsar Zoltan “Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System”. IMF Working Paper, WP/11/90.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11190.pdf>

Pozsar, Zoltan. Tobias Adrian Adam Ashcraft Hayley Boesky. 2010. Shadow Banking. Staff Report no. 458, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report. Juillet 2010
http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr458.pdf

Stephan Schulmeister, “Implementation of a General Financial Transactions Tax”, Austrian Institute of Economic Research (WIFO), Juin 2011
http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=41992&typeid=8&display_mode=2

Lawrence White, “The Credit Rating Agencies”, Journal of Economic Perspectives, N°2, vol. 24, printemps 2010, pp. 211 – 226.