

**Crise financière :**

## [Les politiques sont paralysés par la dictature des marchés](#)

Jean-Michel Naulot, *Le Point.fr*, 22 Octobre 2013

*De la part d'un spécialiste, le constat fait froid dans le dos. Jean-Michel Naulot, banquier pendant 37 ans et membre du collège de l'Autorité des marchés financiers de 2003 à 2013, explique dans un livre\* pourquoi les marchés financiers sont devenus une véritable centrale nucléaire prête à exploser. Si le monde de la finance paraît hors de contrôle, quelques mesures simples, selon lui, permettraient de les remettre au service de l'économie. À condition que la volonté politique soit là... Interview.*



**Le Point.fr : La banque d'affaires [JP Morgan](#) vient d'être condamnée à 13 milliards de dollars d'amende pour son rôle dans la crise des subprimes. On pourrait être tenté de croire que les autorités sont enfin sévères envers le monde de la finance. Or vous faites un tout autre constat...**

**Jean-Michel Naulot :** C'est l'ensemble du système, et non pas quelques individus, ou même quelques acteurs financiers, qui est le responsable de la crise. Lorsqu'on analyse les crises financières depuis le krach de 1987, on voit qu'il existe des causes différentes à chaque crise. Ce qui me paraît important, ce n'est pas tant de caractériser chacune d'elles, mais de bien constater que c'est le système lui-même qui conduit à des crises majeures, compte tenu de la financiarisation de l'économie, de l'injection formidable de liquidités par les banques centrales, de l'innovation financière, de l'absence de règle. C'est donc très bien de sanctionner ceux qui ont fauté plus que d'autres, mais ça ne règle absolument pas le problème.

**À la lecture de votre livre, on se dit que pratiquement rien n'a été fait depuis l'éclatement de la crise, malgré le G20 de Londres, en 2009, qui s'était fixé un agenda ambitieux de régulation de la finance.**

Certaines choses ont été faites. Dans le livre, j'essaye de survoler tous les chantiers en cours pour que les concitoyens comprennent bien les enjeux qui sont considérables. J'estime qu'on a fait un quart de la feuille de route arrêtée en avril 2009 aux [États-Unis](#) et un tiers en [Europe](#). C'est très insuffisant.

**Qu'est-ce qui a été fait ?**

À mon avis, l'acquis le plus important en Europe est le renforcement de la solidité financière des banques. Mais il ne s'agit que d'une simple remise à niveau. On avait terriblement affaibli les règles appliquées aux banques avec la réforme dite de Bâle II en 2004. Même dans ce domaine, seule une partie du chemin a été faite. On ne leur a pas interdit les activités spéculatives. On ne l'a pas fait en France avec la loi bancaire de 2013. Il y a très peu de choses dans cette réforme adoptée par le Parlement français. Je ne comprends d'ailleurs pas pourquoi la France, mais aussi l'Angleterre et l'Allemagne ont légiféré sans attendre la législation européenne. Sans doute pour faire de l'affichage politique. Reste à découvrir le texte de la Commission européenne au mois de novembre. On verra bien si elle retient ce qui avait été proposé dans le rapport Liikanen que le commissaire européen avait commandé et qui préconisait non pas d'interdire les activités spéculatives, mais de les cantonner dans des filiales.

---

\* *Crise financière, Pourquoi les gouvernements ne font rien*, Le Seuil, 19 euros.

**Un des passages édifiants de votre livre, c'est justement celui qui décrit comment les règles prudentielles des banques ont été modifiées...**

C'est un point très important. J'essaye de l'expliquer très simplement, y compris pour les responsables politiques qui ne s'intéressent pas du tout à ce sujet. La réforme de Bâle consiste à augmenter la solidité financière des banques en augmentant le rapport entre leurs fonds propres et les risques qu'elles prennent dans leurs activités, par exemple quand elles accordent un crédit. Le problème dans la réforme de Bâle II appliquée depuis 2006 en Europe, c'est qu'elle institue la pondération des risques. J'appelle cela la boîte noire. Cette pondération des risques signifie que lorsque vous faites un crédit de 100 millions d'euros à une multinationale très bien notée, vous allez inscrire dans votre registre réglementaire 12, 15, ou 20 millions au lieu de 100. Lorsque vous accordez le même crédit à une entreprise un tout petit peu moins bien notée, vous allez inscrire 50 ou 60. L'écart est très vite de 1 à 3 à 4, 5 voire 6. Sauf que le banquier, lui, ne peut pas augmenter sa marge en la multipliant par 5 ou 6. Cette réforme favorise non seulement les entreprises les mieux notées, mais aussi les hedge funds, les négociants de matières premières... Parce qu'un hedge fund proposera toujours des garanties. Sauf qu'il les aura empruntées sur le marché ! Je pense donc qu'il faut revenir à un système standard dans lequel il y a certes des écarts en fonction d'un historique de pertes, mais beaucoup moins discriminant en faveur des entreprises les mieux notées. C'est toute l'allocation des ressources financières qui est en jeu.

**Ce que vous voulez dire, c'est que le système introduit un biais qui incite à ne prêter qu'aux entreprises les mieux notées ?**

Voilà. Et c'est comme ça que j'explique le pouvoir des agences de notation, par ce système de pondération des risques. Ces agences n'ont pas décidé un beau jour d'avoir un pouvoir exorbitant ! Depuis un an, on a un tout petit peu progressé, car ce système commence à être critiqué par le FMI, le rapport Liikanen, mais aussi par le comité de Bâle et le G20 lui-même, car les banques l'appliquent de façon très différente d'un pays à l'autre et même d'une banque à l'autre.

**Ce qui paraît incroyable, c'est effectivement que chaque banque puisse calculer elle-même son niveau de risque pour chaque opération, et qu'elles n'arrivent pas du tout au même résultat !**

Oui, cela a d'ailleurs été écrit noir sur blanc par le FMI dans un rapport de l'automne 2012, même s'il n'a pas été officiellement validé par la direction, et dans le rapport Liikanen.

**Dans ces conditions, comment croire à la crédibilité des nouveaux stress-tests européens en préparation qui doivent être pour la première fois conduits sous l'égide de la Banque centrale européenne elle-même ?**

En tant que régulateur, on est tenté d'y croire, car sinon, ce serait bien entendu très inquiétant. Cela dit, depuis trois ans, la BCE pousse les banques italiennes, espagnoles et un peu françaises à racheter la dette publique de leur propre État du fait même des injections répétées de liquidités. Aujourd'hui, les chiffres disponibles montrent que la dette souveraine espagnole détenue par les banques espagnoles et la dette italienne détenue par les banques italiennes représentent 20 % du PIB. En France, on est autour de 8 % alors qu'aux États-Unis on est autour de 2 %...

**Vous voulez dire que la BCE a renforcé le lien entre les bilans des banques et le risque sur la dette publique ?**

Exactement. Une banque espagnole emprunte dans le cadre des opérations de refinancement de la BCE à 1 % et investit dans la dette publique espagnole à 4 ou 5 %. Selon Patrick Artus, une hausse de taux de 1 % de la dette souveraine italienne se traduirait par 40 milliards de perte pour les banques italiennes ! On fait exactement l'inverse de l'objectif recherché dans l'Union bancaire qui doit couper le lien entre les banques et les États, et on le fait pour sauver la monnaie unique. Tant qu'on est dans une bulle obligataire, c'est-à-dire que les taux restent très bas sur les dettes souveraines, tout cela marche très bien. Monsieur Draghi peut donc se féliciter d'avoir sauvé l'euro en utilisant les banques pour faire baisser les taux d'intérêt des pays du Sud. Tant qu'on est dans une bulle obligataire...

## **Comment expliquer la timidité des politiques, notamment en France, alors que François Hollande avait érigé la "finance sans visage" en ennemi pendant sa campagne ?**

Cela devient inacceptable pour la démocratie. On ne peut pas prendre des engagements aussi importants et ensuite les oublier. Je parle pour l'ensemble des dirigeants du G20. À mon sens, les politiques sont totalement paralysés par ce qu'on appelle la dictature des marchés : à partir du moment où on prend une décision qui ne plaît pas au marché, les capitaux naturellement s'en vont. Mais je compare ces excès de la financiarisation à une grande centrale nucléaire qui brasse des masses de capitaux gigantesques. On peut la neutraliser par un travail méthodique en prenant sur chacun des douze chantiers deux ou trois mesures qui ont été identifiées à l'issue du G20 de Londres.

On peut changer cet état de chose de manière très efficace par deux ou trois mesures dans chacun de la douzaine de chantiers qui avaient été identifiés au G20 de Londres. Il ne s'agit pas de provoquer les marchés de face, parce qu'on serait incontestablement perdant. Mais on peut réduire la dangerosité de la centrale nucléaire. Mais malheureusement, cela demande de renoncer, dans certains cas, à la compétitivité de sa place financière. On voit bien que les intérêts de la City anglaise sont très souvent soutenus par le gouvernement, car cela représente de nombreux emplois. La compétitivité des places financières pousse les gouvernements à négliger le risque systémique, c'est-à-dire de faillite en chaîne des acteurs et donc du système financier comme on l'a vécu en 2008. À l'époque, Dieu merci, on a pu utiliser la politique budgétaire et monétaire pour essayer de restaurer la confiance. Mais on ne pourra plus le faire lors de la prochaine crise.

## **Vous expliquez que le lobby financier utilise régulièrement l'argument de la "liquidité"... Pourquoi pensez-vous qu'il n'est pas justifié ?**

C'est vraiment l'argument passe-partout parce qu'il marche assez bien auprès des autorités politiques qui connaissent d'assez loin la réalité des marchés. À chaque projet de réforme de régulation, les acteurs alertent sur le fait que cela va réduire la liquidité, qui n'est rien d'autre que la facilitation du fonctionnement des marchés, en s'assurant que chaque acheteur ou vendeur puisse trouver une contrepartie. Ainsi, en 1992, le marché des matières premières était interdit aux financiers suite à la crise des années 30. Goldman Sachs est allé voir les autorités réglementaires américaines pour leur demander d'autoriser les banques à intervenir de nouveau sur ce marché, ce qui devait être bénéfique aux industriels. Résultat, le marché est entre les mains des financiers : la Cnuced a souligné dans un rapport que les intervenants étaient à 85 % des financiers !

## **Quels sont pour vous les principaux foyers de risques aujourd'hui sur les marchés ?**

Les trois foyers dont j'ai déjà parlé pour caractériser le système financier. D'abord la grande bulle spéculative, c'est-à-dire cette masse de capitaux qui se promène. Il faut savoir que les liquidités ont été multipliées par sept depuis quinze ans aux États-Unis, mais il y a eu une accélération très forte avec la politique monétaire non conventionnelle à partir de 2008. À l'époque, nous avions déjà une abondance de liquidité et pourtant, le lendemain de la faillite de Lehman Brothers, on s'est retrouvé en crise de liquidité. Cela se produit quand la confiance disparaît. Or, paradoxalement, plus il y a de liquidité dans le système et plus la confiance est fragile. Demain, s'il y a un problème, la confiance disparaîtra du jour au lendemain. La crise sera d'autant plus violente que les capitaux sont abondants. Le risque vient notamment de la finance de l'ombre, un pan entier de la finance non soumise aux règles comme les acteurs traditionnels de la finance, qui représente tout de même entre un quart et la moitié de la finance mondiale.

Le second foyer de risque, c'est l'innovation financière qui a continué à se développer depuis 2008. Prenez le trading à haute fréquence opéré par des machines à partir d'algorithmes. Il n'existait pratiquement pas avant la crise. Aujourd'hui, c'est la moitié des transactions. Il y a eu des incidents répétés avec des ordinateurs qui s'emballent pendant plusieurs heures et que l'on ne peut pas arrêter, ce qui inquiète les acteurs de marché eux-mêmes. Toujours dans le domaine de l'innovation, il y a eu une multiplication des fonds indiciels aux États-Unis, dits ETF, qui sont cotés en continu : On peut en sortir à tout moment et non pas une seule fois par jour. Vous cliquez et vous sortez. Sauf que ces fonds indiciels prêtent, dans certains cas, tous leurs titres ! Dans un rapport de l'automne dernier, le FMI a relevé qu'un même titre pouvait être réutilisé 2,5 fois au même moment via différents acteurs.

Que se passe-t-il en cas de problème ? Comment rappelle-t-on les titres pour rembourser les investisseurs ? Or aujourd'hui, les ETF américains représentant pas moins de 3 000 milliards de dollars, soit une fois et demie le PIB français, ce n'est pas négligeable. Autre problème, celui des fonds monétaires américains et la moitié des fonds européens qui sont systémiques, c'est-à-dire qui peuvent ébranler tout le système comme on l'a vu après la faillite de Lehman Brothers. Les encours de ces fonds dépassent celui de 2008 et on n'a toujours pas agi. On réfléchit.

Le troisième problème, c'est que les règles sont très insuffisantes, notamment pour l'encadrement des fonds spéculatifs. Les gouvernements ont renoncé à plafonner leur effet de levier, c'est-à-dire le ratio entre les actifs détenus par les fonds et l'argent qui leur est confié. Si on ne plafonne pas, ils peuvent investir 10 fois, 20 fois, 30 fois les fonds qui leur sont confiés. En Europe, on a renoncé à leur imposer des contrôles à tout moment. C'était inscrit dans la législation en préparation. Jean-Paul Gauzès, le rapporteur, très partisan de la mesure, raconte avoir eu 200 rendez-vous avec des lobbies ! Pire, les gérants sont à Londres, mais les fonds eux-mêmes sont dans les paradis fiscaux. Monsieur Cameron fait mine de ne pas être content des juridictions à palmiers alors qu'il suffirait d'interdire la domiciliation de ces hedge funds dans les paradis fiscaux de la couronne britannique pour que tout de suite il engage une discussion plus équilibrée avec eux.

### **Croyez-vous à la lutte contre les paradis fiscaux, justement ?**

On s'attaque surtout à la fraude, alors que 90 % du problème vient d'un système parfaitement légal. Le meilleur moyen de remédier au problème des paradis fiscaux, c'est tout simplement de les interdire ! Mais ce serait donner un petit coup de canif dans la libre circulation des capitaux. Et les Américains et les Britanniques ne veulent pas en entendre parler parce que les cours s'effondreraient à Wall Street et à Londres avec la baisse du profit des entreprises...

### **À vous suivre, on en vient à remettre en cause l'utilité des marchés financiers... Est-ce que la Bourse a encore un sens ?**

J'y crois tout à fait, car il faut bien prendre l'argent là où il est. Les banques utilisent les dépôts à court terme pour prêter à moyen et long terme. C'est ce qu'on appelle la transformation. C'est leur rôle irremplaçable, mais cela ne suffit pas. Il faut aller chercher de l'argent sur les marchés. Leur apport est donc absolument capital. Mais les marchés ont perdu leur capacité à dégager des prix qui correspondent à la réalité. On le voit bien sur le marché obligataire où ce sont les banques centrales qui faussent les prix. Les marchés ont aussi totalement perdu leur capacité d'anticipation : en 2007, dans les semaines qui ont précédé la crise, l'indice qui mesure la volatilité était à son plus bas historique. Le fonctionnement des marchés est faussé, ils sont malades.