

Jean Tirole et la finance : la théorie à l'épreuve de l'expérience

Jean-Michel Naulot,

ancien membre du collège de l'Autorité des marchés financiers (2003-2013), ancien président de la Commission des marchés (2007-2013). Auteur de *Crise financière, pourquoi les gouvernements ne font rien* (Le Seuil, 2013).

« La croyance dans l'idée que la discipline économique peut être réduite à la microéconomie est sans fondement ; on ne peut ignorer la monnaie et le crédit, ni modéliser le capitalisme par un "agent représentatif" unique ; la finance déstabilise l'économie et celle-ci est en permanence en déséquilibre. »

Steve Keen, *Debunking Economics*, 2001 ^[1]

JEAN TIROLE A REÇU EN 2014 LE PRIX DE LA BANQUE DE SUÈDE en sciences économiques en mémoire d'Alfred Nobel ^[2] au titre de son analyse sur le thème « pouvoir de marché et régulation ». Passée la période au cours de laquelle nous nous sommes tous félicités que ce « prix Nobel » soit remis de manière exceptionnelle à un économiste ne possédant pas la nationalité américaine, le débat autour des thèses avancées devient légitime. La modestie commande de ne pas trop s'aventurer sur le terrain de la formalisation, tant celle-ci semble invérifiable pour celui qui ne possède pas le bagage mathématique exigé depuis quelques années par le jury de Stockholm. Une théorie reposant sur l'utilisation de plusieurs dizaines d'équations

[1] *Debunking Economics. The Naked Emperor Dethroned?* (Zed Books 2001) ; version française : *L'imposture économique* (Editions de l'Atelier, 2014).

[2] Couramment – mais abusivement – appelé « prix Nobel d'économie ».

n'est pas pour autant irréfutable. Les meilleurs esprits ont démontré que les théories exposées en économie comportent leur part d'idéologie et qu'il est souvent tentant de s'abriter derrière des modèles mathématiques pour parvenir à la conclusion recherchée.

En revanche, la confrontation des conclusions auxquelles parviennent les économistes avec une réalité que chacun peut observer est non seulement possible, mais aussi indispensable. Certains prix Nobel ont tenté eux-mêmes cet exercice, tel Maurice Allais, décidant d'aller vivre aux Etats-Unis en 1933 pour mieux comprendre la crise et vérifier ses analyses^[3]. Ou Myron Scholes, auteur d'une méthode pour évaluer les dérivés, qui dut affronter un an après la remise de son prix la faillite du fonds spéculatif LTCM, dont il était un des fondateurs et associés...

C'est donc sur ce terrain de l'observation empirique que le signataire de cet article, banquier pendant trente-sept ans et régulateur des marchés financiers pendant les dix dernières années, ose s'avancer. Avec une très grande modestie. Comme un agriculteur qui a pour habitude d'observer son champ, qui le connaît mieux que personne, il m'a semblé utile de confronter les thèses avancées par Jean Tirole avec les réalités que j'ai pu observer. La consécration par le jury du Nobel donne une telle autorité aux thèses développées que le débat doit avoir lieu. Quand on observe sur le terrain une hypertrophie croissante de la finance par rapport à l'économie réelle, avec des conséquences dramatiques pour les citoyens, il est difficile de laisser dire que l'on doit réguler avec modération. Or c'est bien ce message qui est adressé par le nouveau prix Nobel.

Dans l'analyse des conclusions de Jean Tirole, on laissera de côté ce qui constitue l'essentiel de ses travaux, la recherche sur la régulation dans l'industrie (en particulier dans les secteurs de l'électricité, des transports, des télécommunications et de la propriété intellectuelle). Dans une tribune dans *Le Monde* du 31 octobre 2014, il a résumé ses travaux dans ce domaine de la manière suivante : « *L'utilisation en économie de la théorie des jeux – qui représente et prédit les stratégies d'acteurs indépendants mais poursuivant des objectifs propres – et de la théorie de l'information – qui rend compte de l'utilisation*

UNE THÉORIE REPOSANT SUR PLUSIEURS DIZAINES D'ÉQUATIONS N'EST PAS POUR AUTANT IRRÉFUTABLE. LES MEILLEURS ESPRITS ONT DÉMONTRÉ QUE LES THÉORIES EXPOSÉES EN ÉCONOMIE COMPORTENT LEUR PART D'IDÉOLOGIE.

[3] Dans son discours prononcé à Stockholm le 9 décembre 1988 devant l'Académie royale des sciences de Suède lors de la remise de son prix, il déclara : « *La soumission aux données de l'expérience est la règle d'or qui domine toute discipline scientifique. Toute théorie quelle qu'elle soit, si elle n'est pas vérifiée par les données de l'expérience, n'a aucune valeur scientifique et elle doit être rejetée.* »



d'informations privilégiées par ces mêmes acteurs – peut suggérer aux entreprises comment jouer au mieux, mais cela fournit aussi aux régulateurs un cadre d'analyse. »

On laissera également de côté ce qui est au carrefour de l'industrie, de l'écologie et de la finance : le marché des droits de carbone, dont il a été un des avocats vigoureux dans les années 1990. Vouloir à tout prix introduire le marché là où il serait tellement plus simple d'appliquer une taxe ne pouvait que conduire à des déceptions. Mis en place il y a une dizaine d'années, ce marché a vite tourné au fiasco, avec un prix des droits stabilisé autour de 5 euros, alors que pour être efficace, ce prix devrait être situé entre 30 et 50 euros.

Lorsqu'il a résumé ses travaux dans un discours de quarante minutes le jour de la remise de son prix, le 8 décembre 2014, Jean Tirole n'a pas laissé la moindre place à l'évocation de la régulation financière. Comme s'il jugeait lui-même

L'ÉLÉMENT LE PLUS IMPORTANT DE LA THÉORIE DÉVELOPPÉE PAR JEAN TIROLE NOUS SEMBLE ÊTRE LE PRÉSUPPOSÉ SELON LEQUEL LA RÉGULATION PRUDENTIELLE PEUT ÊTRE ASSIMILÉE À CELLE DE N'IMPORTE QUELLE INDUSTRIE.

que les raisons de son succès étaient ailleurs. Il a simplement mentionné que les ingrédients de la crise financière avaient été décrits dans les revues économiques avant l'éclatement de cette dernière et que les déci-

deurs politiques et les médias feraient bien d'écouter les économistes. En dehors de cette réflexion assez audacieuse, rien d'autre n'a été dit. Les travaux de Jean Tirole en matière de régulation financière sont pourtant nombreux. On retiendra essentiellement :

- deux articles sur les bulles financières, l'un publié par la revue scientifique *Econometrica* en novembre 1985, « Asset Bubbles and Overlapping Generations », lorsqu'il était au Massachusetts Institute of Technology (MIT) ; l'autre publié par Oxford University Press en juin 2011, « Bubbly Liquidity » (étude complétant la première et réalisée avec Emmanuel Farhi) ;

- deux livres, l'un, *La réglementation prudentielle des banques*, écrit avec Mathias Dewatripont et publié aux éditions Payot en 1993, puis traduit un an plus tard et publié par MIT Press sous le titre *The Prudential Regulation of Banks* ; l'autre, *Balancing the Banks. Global Lessons from the Financial Crisis*, écrit avec Mathias Dewatripont et Jean-Charles Rochet, a été publié par Princeton University Press en 2010.

L'élément le plus important de la théorie développée par Jean Tirole nous semble être le présupposé selon lequel la régulation prudentielle peut être assimilée à celle de n'importe quelle industrie. S'il est une conviction qu'un régulateur de marché acquiert très vite, c'est précisément l'inverse. L'analyse des comportements en microéconomie n'a que peu de rapport avec les enjeux que représente la maîtrise de la finance.

Un autre élément très important dans l'analyse de Jean Tirole nous paraît être la conviction que la régulation de la finance se réduit à la régulation prudentielle des banques et à la nécessaire transparence des marchés. La quasi-absence de la monnaie dans l'analyse des déséquilibres est étrange, difficilement explicable, même si elle est fréquente chez les économistes néoclassiques. Les liquidités créées par les banques centrales compliquent en effet considérablement la tâche du régulateur de marchés, puisqu'elles s'investissent massivement dans la spéculation.

Enfin, comment ne pas éprouver un certain malaise devant les tout premiers travaux de Jean Tirole sur les bulles financières ? C'est par là que nous commencerons, car cette analyse montre assez clairement l'ambiguïté de la théorie néoclassique en matière de régulation financière.

Une analyse microéconomique des bulles

Dans l'étude publiée en 1985 sur les bulles financières, très dense en équations, Jean Tirole explique que « *les bulles ne sont pas incompatibles avec l'optimisation du comportement et l'équilibre général* ». En soi, cette affirmation n'est pas choquante. Jean Tirole ne fait que constater que dans le modèle néoclassique, les individus sont des acteurs rationnels qui, supposés conscients de l'existence de la bulle, gèrent au mieux leurs intérêts. On peut ainsi imaginer que dans un monde virtuel, celui des modèles néoclassiques, tout se déroule pour le mieux. Un opérateur de salle des marchés gère ses positions non pas en fonction des fondamentaux économiques mais en anticipant le comportement rationnel des autres opérateurs. Le jeu virtuel peut durer quelque temps. Mais il arrive fatalement un moment où la bulle éclate, avec le coût financier, économique, social, parfois politique que l'on sait.

Jean Tirole a certes présenté son analyse deux ans avant le krach de 1987, plusieurs années avant que ne se multiplient les



bulles financières, de la bulle asiatique des années 1990 à la bulle Internet et à celle des *subprime*. Mais il n'a pas changé d'opinion par la suite. En décembre 2012, il ajoute même dans un entretien pour *Enjeux Les Echos* que « *les bulles accroissent non seulement la valeur des actifs concernés mais aussi la liquidité globale dans le système financier et les taux d'intérêt. Elles augmentent la capacité d'endettement des institutions qui les détiennent et par là dopent l'économie* ». En réalité, les bulles absorbent elles-mêmes la liquidité qu'elles créent pour s'auto-

entretenir. Cet endettement n'est que spéculatif et conduit à une allocation des ressources sous-optimale puisque les acteurs investissent sur la base de prix faussés par la spéculation. Jean Tirole manifeste ainsi beaucoup

d'indulgence pour ce cycle autoentretenu, endettement-bulles, qu'un économiste comme Michel Aglietta a dénoncé comme la principale source d'instabilité financière. Plus les bulles se prolongent, plus dure est la chute !

Si les bulles éclatent, dit Jean Tirole, ce n'est pas parce que le marché n'est plus efficace, mais parce que l'information du marché, des acteurs sophistiqués, n'est pas adéquate. Ces acteurs sophistiqués ne pouvaient pas, par exemple, anticiper que l'Etat ne sauverait pas de la faillite Lehman Brothers, alors qu'il était venu au secours de Bear Stearns six mois plus tôt, ou que les responsables européens tarderaient à prendre conscience de la dimension de la crise grecque ^[4]. La crise systémique était pourtant là dès l'été 2007. Comme aurait dit Keynes, il ne manquait qu'une petite aiguille. Information adéquate ou non, la bulle aurait éclaté.

A ce compte, on trouvera toujours des excuses au marché en affirmant qu'un événement imprévu, généralement lié à l'intervention de l'Etat, est venu bousculer les comportements rationnels des acteurs. La théorie économique peut faire des démonstrations complexes et avancer des conclusions dans lesquelles le marché sort toujours à son avantage, le message adressé à tous les acteurs, notamment à l'autorité politique, est détestable. Loin des modèles mathématiques, la simple observation du fonctionnement de ce capitalisme financier qui évolue sous nos yeux depuis les années 1980 montre que l'instabilité

SI LES BULLES ÉCLATENT, DIT JEAN TIROLE, CE N'EST PAS PARCE QUE LE MARCHÉ N'EST PLUS EFFICACE, MAIS PARCE QUE L'INFORMATION DU MARCHÉ, DES ACTEURS SOPHISTIQUÉS, N'EST PAS ADÉQUATE.

[4] Comme il l'explique dans un entretien sur France Culture, avec Caroline Broué et Christian Chavagneux, le 17 octobre 2014.

dans laquelle nous avons laissé s'installer les marchés à force de financiarisation est totalement destructrice.

Au lieu de banaliser l'existence des bulles financières en laissant entendre que les acteurs économiques peuvent s'en accommoder, le rôle des chercheurs devrait être de mettre au point les outils pour les détecter^[5] et d'alerter contre les dangers encourus. Sont-ils prisonniers de leur vision du marché ou bien freinés dans leurs analyses par quelque conflit d'intérêts ?

La finance, une industrie comme une autre ?

Dans son livre *La réglementation prudentielle des banques*, Jean Tirole avait très clairement indiqué dans quelle philosophie s'inscrivaient ses analyses. Il écrivait ainsi : « *Peut-on identifier une spécificité bancaire servant de fondement à la réglementation ? [...] Au-delà des différences superficielles, il n'est pas possible d'établir un contraste fort entre banques et entreprises non financières.* » Pour lui, ces « *différences superficielles* » sont de deux ordres : l'interconnexion des acteurs et la faible information des déposants, qui fait craindre une course aux guichets. Ce qui rend indispensable la régulation des banques. C'est atténuer, voire ignorer, le rôle joué par deux éléments essentiels qui interdisent de comparer les banques à toute autre industrie : leur rôle dans la maîtrise et la propagation du risque systémique et celui dans l'allocation des capitaux aux côtés des marchés.

Mais ayant posé ce principe qui ramène le débat sur le terrain de la microéconomie et convaincu par ailleurs que les serviteurs de l'Etat ne sont pas les plus vertueux^[6], que les régulateurs ne sont pas non plus les plus courageux^[7], Jean Tirole recherche la solution davantage du côté du comportement supposé rationnel des acteurs de marché que de l'autorité prudentielle pour contrer les dynamiques financières et le risque systémique. En libéral convaincu, il ignore par ailleurs le rôle que pourraient jouer l'autorité politique et le régulateur prudentiel pour orienter l'allocation des ressources. Le marché doit rester la boussole de l'industrie financière comme il l'est dans n'importe quelle industrie.

Pas de « fermeté excessive » sur la régulation prudentielle

D'une certaine manière, ses travaux sont prémonitoires, puisqu'il évoque avec plusieurs années d'avance des idées qui seront au cœur des problématiques réglementaires : la sensibilité des

[5] Au printemps 2007, l'indice VIX, qui mesure la volatilité des marchés, était à son plus bas historique. Si la recherche économique avait identifié des facteurs de risque, l'information n'était de toute évidence pas remontée vers les économistes de marché...

[6] « *Les fonctionnaires recherchent des promotions à des emplois désirables ou des nominations à des postes prestigieux ou lucratifs dans le secteur privé* », in *La réglementation prudentielle des banques*.

[7] « *Il existe [...] un conflit de base entre les tâches de surveillance et d'intervention du régulateur. L'intervention peut en effet signaler le manque de surveillance et peut nuire à la carrière du régulateur* », *ibid.*



bilans à la volatilité des taux d'intérêt, la titrisation, le rôle des agences de notation, le traitement des dettes subordonnées ^[8], l'introduction d'une comptabilité en valeur de marché. Le problème, c'est que sa défiance à l'égard de l'Etat et des régulateurs le conduit à imaginer des solutions qui ressortent plus de la « réglementation privée » que de la réglementation publique. Il propose ainsi une meilleure information du marché et un contrôle externe sur le management de la part des créanciers subordonnés qui sont des acteurs financiers sophistiqués exposés au risque en parfaite connaissance de cause. Il suggère que le recours aux agences de notation soit obligatoire, que le risque du portefeuille soit détaillé, que le risque de taux d'intérêt soit bien identifié, que la valeur de marché soit partiellement intégrée

dans les comptes. Toutes ces solutions font appel à des acteurs « privés » pour améliorer le fonctionnement du marché et exercer un contrôle sur le management. Cela lui paraît manifestement plus efficace que de renforcer l'autorité prudentielle. La quatrième de couverture

de son livre de 1993 énonce d'ailleurs : « *L'analyse théorique [...] préconise une voie médiane entre le laxisme généralisé de la première moitié des années 1980 aux Etats-Unis et la fermeté excessive des réformes récentes.* »

C'est ici la réglementation de Bâle I qui est visée. Les idées évoquées par Jean Tirole seront discutées dans les années suivantes, mais malheureusement capturées par les banques pour obtenir que la réglementation de Bâle I soit réduite à peau de chagrin, d'abord avec une interprétation souple des règlements au début des années 2000, ensuite avec la nouvelle réglementation de Bâle II. Les notes des agences envahiront la réglementation prudentielle et seront parfois biaisées par les conflits d'intérêts ; la présentation détaillée des portefeuilles servira à réduire les contraintes du ratio de solvabilité en laissant une place exorbitante aux modèles internes et à l'autorégulation ; les obligations subordonnées seront parfois comptabilisées en fonds propres sans que les détenteurs de ces obligations ne jouent le moindre rôle dans le contrôle du management des banques ; la prise en compte de la valeur de marché servira à faire des arbitrages réglementaires opportunistes, les banques pouvant classer les opérations tantôt en *trading book*, tantôt en *banking book* en fonction de l'évolution des marchés afin de maximiser leurs résultats.

**TOUTES CES SOLUTIONS DE RÉGULATION
FONT APPEL À DES ACTEURS « PRIVÉS »
POUR AMÉLIORER LE FONCTIONNEMENT
DU MARCHÉ ET EXERCER UN CONTRÔLE
SUR LE MANAGEMENT.**

[8] Une dette est dite subordonnée lorsque son remboursement dépend du remboursement initial des autres créanciers. En contrepartie du risque, les créanciers subordonnés exigent un taux d'intérêt plus élevé que les autres.

En d'autres termes, la sagesse aurait voulu que le régulateur s'empare des propositions avancées pour renforcer le système prudentiel, non pour l'affaiblir. Les acteurs privés ne se donnent pas comme ligne de conduite de veiller au bon fonctionnement du marché pris dans son ensemble mais de gérer au mieux leur rentabilité, souvent à très court terme. Une agence de notation pourra ainsi être plus sensible à la rémunération immédiate que lui propose l'émetteur qu'elle va noter qu'à sa réputation à long terme. Un investisseur achètera une obligation subordonnée pour la rémunération immédiate très élevée qu'elle offre et sera complètement indifférent au pouvoir que sa détention peut lui conférer. Une banque détaillera son portefeuille d'actifs avec le souci de minimiser ses déclarations réglementaires plutôt que de donner l'image la plus fidèle possible de ses risques.

La nouvelle réglementation de Bâle II, annoncée le 26 juin 2004, a constitué une vraie révolution dans le domaine du crédit. Elle est passée totalement inaperçue aux yeux de la majorité des économistes, et bien sûr de l'autorité politique. Seuls les banquiers y prêtèrent la plus grande attention. Ce système à la main des banques, véritable boîte noire de la finance, fit de la pondération des risques un outil diabolique de la création monétaire par les banques.

De quoi s'agit-il ? Dans le système prudentiel introduit par les accords de Bâle I, lorsqu'une banque accordait un crédit de 100 millions, elle inscrivait 100 millions dans sa déclaration réglementaire. Elle devait disposer en face du crédit d'un minimum de 8 millions de fonds propres. Les seules exceptions étaient les dettes souveraines considérées comme sans risque, les prêts aux banques comptabilisés à hauteur de 20 % seulement, les risques immobiliers et certaines garanties à hauteur de 50 %. Le système réglementaire était lisible par tous, incontesté.

Depuis les accords de Bâle II, les actifs sont pondérés selon un taux de probabilité de défaut et un montant de perte en cas de défaut. La notation par les agences de notation joue un rôle clé dans le taux de probabilité et l'historique des pertes de la banque dans l'évaluation des pertes en cas de défaut. C'est ce qu'on appelle pudiquement la « méthode avancée » de pondération des risques, qui laisse une large place aux modèles internes des banques. En outre, une « atténuation du risque de



crédit » est prévue en fonction de l'existence de sûretés (*hedge funds*, négoce de matières premières, financements structurés).

Résultat : l'effet de levier des banques s'est accru spectaculairement, les rendant plus vulnérables au moindre accident d'un acteur financier, au moindre produit toxique. En très peu de temps, elles ont pu diviser par deux ou par trois leurs exigences réglementaires, se fixer des objectifs de rentabilité des fonds propres parfois extravagants. Quant aux produits dérivés, traités en hors-bilan, leur développement fut exponentiel.

Dans son livre écrit en 2010, *Balancing the Banks. Global Lessons from the Financial Crisis*, Jean Tirole reconnaît que la diminution des exigences réglementaires et la délégation excessive faite aux banques et aux agences de notation dans la supervision des risques doivent conduire à une plus grande fermeté. Après le désastre, comment dire le contraire ? Mais il considère que « *la plupart des causes de la crise financière sont liées à des problèmes d'information* ». Il ajoute qu'en matière de régulation des banques, il faut surtout garder un bon équilibre (la « voie médiane », déjà évoquée en 1993).

Proposer après la crise, en guise de remède à autant de dysfonctionnements, d'ajuster la régulation prudentielle en la rendant un peu plus exigeante et moins procyclique, c'est avoir une vision *a minima* de la régulation. La régulation prudentielle n'est pas une boîte à outils que l'on utiliserait avec parcimonie pour peser sur le comportement des acteurs de marché, améliorer leur information, dans le but de protéger les déposants et les investisseurs. Ce n'est pas un corps de règles, comme on en trouve dans toute industrie, destiné à assurer grâce à une information de qualité une concurrence loyale et efficace. La régulation prudentielle est beaucoup plus que cela. Comptable d'une partie de la création monétaire et de la maîtrise du risque systémique, elle doit être au cœur du système économique et financier.

Un grand silence sur le biais inégalitaire

Un aspect très important de la régulation prudentielle est par ailleurs absent des travaux de l'économiste. Le système de pondération des risques n'a pas seulement eu pour effet de fragiliser les banques en assouplissant les contraintes réglementaires, il a aussi créé un biais inégalitaire dans l'allocation des ressources.

Avant Bâle II, pour consentir un crédit à une entreprise, le banquier appréciait les comptes, la stratégie, la qualité des dirigeants et décidait librement de la marge. Depuis Bâle II, tous les risques sont pondérés en fonction de multiples critères, en partie réglementaires, en partie internes aux banques en fonction d'historiques de risques. Le résultat, en caricaturant à peine, c'est que la calculette du comité de crédit décide à qui la banque doit faire crédit ! Si le crédit est demandé par une entreprise multinationale très bien notée, le banquier n'inscrira plus 100 millions dans sa déclaration réglementaire mais 12 ou 15 millions. Si la multinationale est un peu moins bien notée, il inscrira 60 ou 75 millions. Comme il ne peut être question de multiplier par quatre ou par cinq la marge appliquée à l'entreprise moins bien notée, le crédit est généralement accordé à l'entreprise la mieux notée. Si c'est un *hedge fund* qui sollicite un crédit, il aura la priorité, car la calculette tiendra compte des garanties (le fonds emprunte des titres et les laisse en garantie de son crédit...). Quant aux risques souverains, ils restent comptabilisés réglementairement pour zéro, les banques centrales continuant ainsi à encourager les placements en créances souveraines, quel que soit le niveau de la dette publique. Selon que vous serez puissant ou misérable...

JEAN TIROLE CONSIDÈRE QUE « LA PLUPART DES CAUSES DE LA CRISE FINANCIÈRE SONT LIÉES À DES PROBLÈMES D'INFORMATION ». IL AJOUTE QU'EN MATIÈRE DE RÉGULATION DES BANQUES, IL FAUT SURTOUT GARDER UN BON ÉQUILIBRE.

Pourquoi si peu d'économistes se sont-ils intéressés à cette boîte noire de la pondération des risques qui a contribué au développement du risque systémique ? Jean Tirole n'évoque le sujet que pour critiquer la pondération insuffisante de l'immobilier et de la titrisation. Mais est-il normal que l'évaluation des risques et l'allocation des ressources soient entièrement laissées à la main des banques ? Que l'allocation des ressources soit biaisée en faveur des plus puissants (multinationales) et des activités financières (*hedge funds*, *trading* sur matières premières) ? Que les règles appliquées par les banques laissent, comme le dit le Fonds monétaire international lui-même, « *une place considérable à la subjectivité et à l'interprétation* »^[9] ? L'apport de la recherche serait précieux sur ce sujet complexe, tellement important pour la maîtrise de la finance et le financement de la croissance. Quant à l'autorité politique, elle est complètement absente des réflexions sur ce champ de la régulation qui est le domaine réservé du Comité de Bâle.

[9] « Revisiting Risk-Weighted Assets », Vanessa Le Leslé et Sofiya Avramova, *IMF Working Paper* n° 12/90, 2012.



La transparence, réponse faible à l'hypertrophie de la finance

Jean Tirole réduit la régulation de la finance à la régulation prudentielle des banques. Cette vision – qui ne peut que saisir d'effroi le régulateur de marché qui se bat tous les jours pour détecter les bombes à retardement qui se dissimulent en dehors du monde bancaire – s'explique-t-elle par la conviction sincère que le seul effort de régulation qui compte est celui réalisé dans le secteur bancaire ou bien par un préjugé de nature idéologique, à savoir laisser fonctionner les marchés le plus librement possible ? Dans *Balancing the Banks*, l'économiste écrit de manière étonnante : « *Plutôt que d'élargir le cadre de la régulation, il serait opportun de s'assurer que les banques, les*

LA TRANSPARENCE EST UN OBJECTIF LOUABLE, MAIS N'OUBLIONS PAS QUE DANS LA FINANCE, L'OPACITÉ EST SOUVENT LE NERF DE LA GUERRE, LE MOYEN LE PLUS EFFICACE POUR GAGNER DE L'ARGENT.

assurances et les fonds de pension ne développent pas une exposition substantielle et opaque à des contreparties non soumises à une régulation prudentielle. » Il écrit que rendre plus transparents les *hedge funds* et certaines institutions « ne peut pas faire de mal ». Il insiste sur l'utilité des dérivés dans la gestion du risque et non sur les dangers qu'ils peuvent représenter lorsqu'ils atteignent dans le hors-bilan de certaines banques internationales plusieurs fois le PIB national. Bref, on sent bien dans ses écrits tout le scepticisme que peut lui inspirer une extension du champ de la régulation.

En quelque sorte, il propose de remettre un peu d'ordre pour aider le marché à mieux fonctionner via la transparence qui permet à l'information de circuler et de limiter les risques de contagion. Mais il ne propose pas de s'attaquer à l'hypertrophie de la finance, qui est pourtant le cœur du problème. Cette conception *a minima* de la régulation financière est assez désespérante pour ceux qui observent sur le terrain les dérives de la finance et qui rencontrent tant de difficultés pour convaincre l'autorité politique qu'il faut agir. C'est ici que se trouve le désaccord le plus important entre une théorie confiante dans les ressorts naturels du marché et une observation de terrain qui voit dans une spéculation excessive les raisons d'une instabilité permanente.

Quelques chiffres illustrent cette financiarisation à haut risque qui menace comme jamais l'économie réelle. En mars 2014, le

régulateur britannique a relevé que 12 % des *hedger funds* gérés à Londres (mais domiciliés dans les paradis fiscaux) ont un effet de levier supérieur à 50. Les transactions sur les marchés de matières premières sont à hauteur de 85 % le fait d'acteurs financiers. Les dérivés sur les marchés de matières premières représentent entre 25 et 30 fois les transactions réelles. Les dérivés – toutes catégories confondues – dépassent 10 fois le PIB mondial et sont échangés à 92 % entre acteurs financiers. Le *trading* à haute fréquence représente plus de 50 % des transactions sur les marchés actions alors que plus de 90 % des ordres entrés sont aussitôt annulés. Les prêts de titres se sont tellement développés que le FMI affirme qu'un même titre peut être revendiqué par deux acteurs et demi à un instant donné. La finance parallèle (*shadow banking*) représente officiellement le quart de la finance mondiale, en réalité probablement plus du tiers. Sur tous ces chantiers, la transparence ne peut être la seule solution. Des acteurs de marché mieux informés, aussi sophistiqués soient-ils, ne nous mettront pas à l'abri des secousses. Dotés de moyens financiers considérables, ils ne poursuivent que leur propre intérêt^[10], au risque de faire basculer le système financier dans le gouffre. Tous les acteurs, sans exception, doivent être encadrés avec fermeté^[11]. Dans certains cas, il faut interdire certains produits. La transparence est un objectif louable, mais n'oublions pas que dans la finance, l'opacité est souvent le nerf de la guerre, le moyen le plus efficace pour gagner de l'argent. L'innovation financière contribue tous les jours à cette opacité et le régulateur n'est jamais en avance sur l'innovation.

La monnaie, la grande absente

Enfin, peut-on évoquer la régulation financière en passant sous silence la création monétaire et la progression de la dette privée qui l'accompagne ? Depuis le krach de 1987, les banques centrales utilisent l'injection massive de monnaie dans le système financier non seulement pour tenter d'arrêter l'effondrement des marchés lorsqu'il se produit, mais aussi pour les soutenir entre deux crises. La multiplication des crises financières a conduit à une politique monétaire de plus en plus accommodante, voire laxiste, d'abord dans le cadre des politiques traditionnelles de taux d'intérêt et, depuis 2008, dans celui des politiques non conventionnelles. En quinze ans, la base monétaire^[12] a été multipliée par sept aux Etats-Unis. L'abondance des liquidités est telle que les banquiers centraux ne savent plus comment ralentir la planche à billets.

[10] Dans *L'âge de l'inflation* (Payot, 1963), Jacques Rueff, économiste libéral, résumait les choses avec une formule sans ambiguïté : « *L'intérêt général n'est pas comme on le croit trop souvent la somme des intérêts particuliers. Il en est l'opposé.* »

[11] Voir *Crise financière, pourquoi les gouvernements ne font rien*, Jean-Michel Naulot, Le Seuil, 2013.

[12] La base monétaire, ou monnaie banque centrale, désigne l'ensemble des pièces et billets en circulation auxquels on ajoute les réserves des banques commerciales déposées à la banque centrale.



Où vont ces liquidités ? Un peu vers les banques au titre de la protection contre une éventuelle crise de liquidité, très peu vers l'économie réelle qui progresse beaucoup plus lentement qu'avant la crise, beaucoup vers les actifs financiers les plus divers. L'envol des marchés financiers depuis la dernière crise, sans aucun rapport avec la croissance, provient en grande partie de l'explosion de la liquidité disponible. La dette privée, qui est beaucoup plus souvent que la dette publique à l'origine des crises, accompagne cette création monétaire et la flambée des actifs. Quand l'argent est gratuit et que les salaires des classes moyennes stagnent, comme c'est le cas depuis vingt-cinq ans aux Etats-Unis, le recours au crédit est inévitable. Il est d'usage de dénoncer la dette publique trop élevée qui pèse sur les générations futures, mais elle n'est souvent que le résultat des crises financières provoquées elles-mêmes, comme en 1929,

comme en 2007, comme dans de multiples crises nationales et régionales, par un excès de dette privée.

RÉPUTÉES INDÉPENDANTES, LES BANQUES CENTRALES SONT DANS LA DÉPENDANCE DES MARCHÉS ET DES ACTEURS QUI EN PROFITENT, DANS UN DÉSIR COMMUN DE REPOUSSER SANS CESSER LA CRISE.

Face à l'abondance des liquidités, la tâche du régulateur de marché, déjà complexe du fait d'une innova-

tion financière constante, devient très compliquée. Les digues qu'il tente d'établir deviennent de plus en plus fragiles. Il court en permanence après la spéculation alors que sa mission devrait être d'anticiper.

Comment se fait-il que les économistes néoclassiques négligent si souvent la monnaie, considérant qu'elle est neutre pour l'économie réelle ? La réalité qui est sous nos yeux depuis les années 1980 devrait pourtant finir par ébranler leurs convictions. Pourquoi ne rappellent-ils pas que la mission première des banques centrales devrait être la stabilité financière ? Jean Tirole affirme que « *le pouvoir politique a le plus souvent cédé la place à des autorités indépendantes en moyenne plus fiables quant à leur capacité d'engagement et leur indépendance vis-à-vis des groupes de pression* »^[13]. S'agissant des banques centrales, rien n'est moins sûr. Réputées indépendantes, elles sont dans la dépendance des marchés et des acteurs qui en profitent, dans un désir commun de repousser sans cesse la crise. Il en allait déjà de la sorte dans les années 1920. Six mois avant l'effondrement des marchés, la Banque fédérale de New York réalisait avec effroi qu'elle avait failli à sa mission

[13] Dans l'entretien donné à *Enjeux Les Echos*, décembre 2012.

dans la période qui avait précédé. Dans son rapport annuel de février 1929, six mois avant le krach donc, elle écrivait : *« Il est apparu au cours de l'été 1928 que la croissance du volume du crédit dépassait largement les besoins ordinaires de crédits commerciaux et industriels. De nombreuses années d'expérience ont montré que les augmentations de crédit au-delà des besoins de l'économie conduisent normalement à des résultats malheureux, à des excès spéculatifs, à des hausses de prix, à des bulles qui se terminent dans la dépression. »* Ce message nous est encore adressé aujourd'hui.

Pour éviter que la finance ne déstabilise durablement l'économie, quelques aménagements de la régulation prudentielle et une meilleure transparence ne suffiront pas. C'est véritablement le système qu'il faut changer. Si la recherche économique entretient le monde politique dans l'illusion que le retour aux équilibres du marché est en cours, que le monde peut vivre sans dommages excessifs avec des bulles financières, que la réforme de la finance peut être poursuivie comme on régule une industrie, le monde ira de mal en pis. L'autorité politique n'a déjà que trop tendance à se laisser capturer par ceux qui plaident pour que rien ne change. En revanche, si la recherche, avec l'autorité morale et intellectuelle qui est la sienne, adresse au pouvoir politique, non pas un message de modération, mais un message de grande fermeté, le retour à une plus grande stabilité sera envisageable. Mais pour cela, il ne faut pas craindre de confronter sans cesse la théorie avec les données de l'expérience. ■