

Options en matière de réforme des systèmes financiers

Hansjörg Herr et Rainer Stachuletz

Le projet de mondialisation néolibérale est monté en puissance à la fin des années 1970 grâce aux politiques de libéralisation des marchés mises en œuvre au Royaume-Uni et aux Etats-Unis. Les systèmes financiers nationaux et internationaux sont devenus de plus en plus libéralisés et déréglementés, ce qui a donné les résultats importants ci-après.

Intégration des systèmes financiers

L'intégration plus poussée des marchés financiers internationaux résultant de la déréglementation des flux de capitaux, ainsi que le passage à des taux de change flexibles après l'abandon du système de Bretton Woods ont créé une nouvelle source de chocs et d'incertitude, de même qu'un nouveau champ de spéculation.

Rôle croissant des établissements financiers non bancaires

Les établissements financiers non bancaires comme les banques d'investissement, les fonds spéculatifs et les fonds d'actions privés sont devenus des intervenants importants. Ces établissements sont habituellement orientés vers la spéculation et recherchent des profits élevés à court terme en travaillant avec des engagements extrêmement élevés. Les établissements financiers non bancaires n'utilisent pas uniquement leurs propres fonds, qui sont énormes, pour leurs activités spéculatives; ils font appel au système bancaire commercial pour mobiliser des fonds additionnels pour divers investissements sur les marchés financiers et en dehors de ceux-ci. C'est ainsi que les banques commerciales sont devenues plus exposées à des types de risques extrêmes. En outre, des segments du marché financier qui avaient été autrefois mis à l'abri, comme le secteur de l'immobilier, sont devenus complètement intégrés.

Des segments du marché financier qui avaient été autrefois mis à l'abri sont devenus complètement intégrés

Développement d'un système financier fantôme

Un système financier fantôme avec un faible niveau de réglementation (ou aucune réglementation) s'est développé et a pris de l'importance. Des centres offshore à peine réglementés sont devenus des centres financiers internationaux, facilitant la fraude fiscale, le blanchiment d'argent et autres activités criminelles organisées au niveau international.

Titrisation, innovation financière et produits dérivés

La titrisation a explosé après les années 1970: les entreprises et les établissements financiers préféraient détenir des titres négociables à court terme plutôt que des dépôts bancaires; des unités économiques de toutes sortes ont émis des titres de créance de plus en plus divers pour acquérir des fonds; les banques ont vendu leurs portefeuilles de crédit remaniés aux établissements financiers non bancaires; et les agences de notation sans l'ombre d'un mandat légalement contraignant ont attribué des notes élevées à ces titres. Les autorités de réglementation gouvernementales ont été placées dans une position ridicule consistant à devoir assumer une double obligation: tout d'abord on les consultait sur la manière d'élaborer ces produits de crédit dérivés, puis elles devaient en évaluer la qualité.

Ces produits dérivés ont été initialement conçus pour réduire le risque lié au prix des instruments financiers, par exemple, les prix changeants des actifs, le prix des devises étrangères ou les taux d'intérêt évolutifs. Leurs prix sont relativement transparents et les produits dérivés sont négociables. Manifestement, il est difficile de déterminer un prix pour le défaut de paiement et les autres risques qualitatifs (par exemple, le changement climatique et les catastrophes naturelles), qui sont donc moins négociables. Néanmoins, ces produits – qui sont difficiles à normaliser, voire à évaluer – ont été élaborés et activement négociés sur les marchés hors cote moins réglementés.

Le problème fondamental avec les marchés à risque, c'est que les risques ne sont pas éliminés par les échanges de titres, ils sont simplement déplacés. Dans bien des cas, les deux partenaires contractuels sont des spéculateurs, et le marché se transforme en un grand casino où les gouvernements et les contribuables deviennent à leur insu des garants.

Impuissance des banques centrales et supervision

Les banques centrales sont devenues des spectatrices dans le nouveau système financier. En fait, le taux d'intérêt est demeuré leur seul outil pour contrôler les changements de niveau des prix, les flambées des prix des actifs, les mouvements des taux de change et la croissance du PIB. Les banques centrales

n'ont pas d'instruments leur permettant d'orienter les fonds résultant des politiques monétaires expansionnistes vers l'investissement productif. En raison de l'instabilité des flux de capitaux internationaux, dans bien des cas la politique monétaire a dû suivre la primauté de la stabilisation extérieure.

C'est pourquoi les flambées des prix sur tous les marchés d'actifs sont devenues plus fréquentes, ce qui a eu des conséquences économiques négatives.

En même temps, la volatilité des taux de change et les déséquilibres croissants des balances des comptes courants ont accentué l'instabilité des marchés financiers. Souvent, les flambées des prix vont de pair avec l'expansion du crédit, qui dans bien des

Les flambées des prix sur tous les marchés d'actifs sont devenues plus fréquentes

cas ne finance pas d'activités réelles. Ce qui s'est passé au bout du compte, c'est que l'endettement a augmenté. Par exemple, la dette des ménages exprimée en pourcentage du PIB aux Etats-Unis a augmenté, passant de moins de 50 pour cent dans les années 1970 à plus de 100 pour cent vers la fin de la première décennie du siècle en cours, et la dette des entreprises a augmenté sur la même période, passant d'environ 75 pour cent à plus de 125 pour cent¹. Le ratio de la dette publique par rapport au PIB dans beaucoup de pays a aussi fortement augmenté durant les récentes décennies.

La déréglementation des systèmes financiers qui a commencé dans les années 1970 a provoqué une expansion du crédit impossible à maintenir sur la durée pour presque tous les secteurs dans beaucoup de pays et une stratification générale des dettes. Les bulles spéculatives, le crédit non durable, les turbulences qui affectent les taux de change à l'international et les déséquilibres croissants des balances des comptes courants sont les signes d'un système financier de plus en plus fragile. Même s'il est possible de surmonter la crise actuelle, si l'on ne procède pas à des changements fondamentaux, une nouvelle bulle, qui aura probablement des conséquences encore plus désastreuses, se formera certainement.

Comme option de réforme fondamentale, nous préconisons un système financier dans la tradition de la Loi Glass-Steagall et du Plan Volker initial. Ces plans étaient bien plus radicaux que la législation édulcorée adoptée aux Etats-Unis en juillet 2010.

A quoi pourrait ressembler le modèle d'un système financier stable qui serait bénéfique pour le développement économique?

Un système financier de ce type devrait être scindé en établissements financiers bancaires et établissements financiers non bancaires. Une telle réglementation suppose de séparer nettement les banques – en tant que principale source de finance

Le système financier devrait être scindé en établissements financiers bancaires et établissements financiers non bancaires

pour les entreprises – et les établissements financiers non bancaires plus axés sur la prise de risques et la spéculation. Il devrait être interdit aux banques commerciales de se livrer à la négociation des titres de propriété, par exemple, de spéculer avec leurs fonds propres ou des fonds empruntés: elles n'auraient pas l'autorisation de détenir des banques d'investissement, des fonds spéculatifs ou des fonds d'actions privés, ni d'offrir du crédit à ces établissements et autres établissements non bancaires. Si ces derniers voulaient obtenir des fonds pour leurs affaires, il leur faudrait attirer l'argent détenu par les ménages. Ces fonds créeraient suffisamment de capital pour les jeunes entreprises et autres sociétés de capital-risque non financées par les banques commerciales. Les relations financières ou autres relations d'affaires avec les établissements ne relevant pas des systèmes financiers non réglementés (par exemple, offshore) seraient strictement interdites.

L'attribution des prêts émis par les banques devrait être réglementée par les banques centrales. Les prêts accordés au secteur immobilier pourraient être restreints quantitativement comme le crédit à la consommation. Les autorités monétaires pourraient modifier discrétionnairement le ratio des fonds propres adossés au crédit de ce type, ce qui permettrait d'établir des ratios de fonds propres contracycliques contrairement à ce que prévoient les normes Bâle II, qui entraînent des effets procycliques non voulus.

Le financement des transactions immobilières et de parts importantes du secteur des actions privées, avec leurs dimensions sociales et financières particulières, pourrait être considéré comme un cas spécial, et seuls des établissements spécialisés agréés par l'Etat auraient l'autorisation de mener ces activités. Le marché immobilier pourrait être considéré comme un segment spécial, dont les relations de crédit avec le reste du système financier seraient réglementées.

Dans un environnement libéralisé, les banques peuvent suivre des stratégies commerciales agressives et risquées pour défendre ou accroître leur part de marché. Afin de réduire la concurrence destructrice entre les banques, dans un système financier réglementé, la concurrence entre les banques commerciales pourrait être limitée, par exemple, par la fixation des taux de dépôts réels des banques commerciales. Les banques centrales pourraient aussi fixer des plafonds pour les taux d'intérêt. Dans un système très réglementé, les banques centrales pourraient même fixer les taux d'intérêt et le volume de crédit que les banques seraient autorisées à accorder. L'avantage d'un tel système de limitation du crédit est qu'une politique monétaire restrictive peut être mise en œuvre sans qu'il soit nécessaire de relever les taux d'intérêt.

Les produits dérivés devraient être vendus et achetés uniquement sur des marchés réglementés et contrôlés. Des limites strictement contrôlées pour les

positions pourraient endiguer les attaques spéculatives. Seuls certains produits normalisés, qui auraient été vérifiés par un organisme de surveillance, seraient autorisés, et seuls certains courtiers agréés participeraient à ce marché. La titrisation du crédit serait possible jusqu'à un certain point, puisque si le prêteur initial était tenu de conserver une part substantielle de son prêt inscrit dans ses registres et si les produits dérivés étaient normalisés, la titrisation serait inoffensive.

Dernier point et non des moindres, dans un tel système, il faut des restrictions des capitaux internationaux pour donner aux banques centrales les instruments appropriés permettant de maîtriser les flux de capitaux internationaux instables. Les déséquilibres des balances des comptes courants devraient être maintenus à de faibles niveaux. Les débats qui se sont déroulés durant les négociations de Bretton Woods dans les années 1940 pourraient servir de point de départ pour l'élaboration d'un tel système.

Le système financier qui vient d'être exposé n'est pas imaginaire. Il existait aux Etats-Unis et dans la plupart des autres pays industrialisés après la deuxième guerre mondiale. Il existait des systèmes largement réglementés – et il en existe encore sous diverses formes – dans les pays d'Asie de l'Est qui ont accompli un «miracle économique». Le système financier chinois après 1978 correspond aussi à ce modèle. Les systèmes financiers dans ces pays offraient un crédit bon marché en quantité suffisante au secteur des entreprises, en stimulant la croissance et l'emploi sans que le marché financier soit instable.

Pour beaucoup, le modèle exposé ci-dessus ne semble pas politiquement applicable. Cependant, notre système financier actuel demeurera fragile. Il se peut que l'Histoire ménage une possibilité de changer les choses. Si une telle occasion se présente, nous devrions savoir quoi faire.

Autre lecture

S. Dullien, H. Herr, *EU Financial Market Reform*, International Policy Analysis 2010, Fondation Friedrich Ebert, peut être consulté à : <http://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/07242.pdf>.

Note

¹ Fed., Base de données sur les comptes des flux financiers 2010.

Hansjörg Herr est professeur à l'Intégration supranationale au Collège de sciences économiques et de droit de Berlin et est le directeur du volet sciences économiques du programme de maîtrise en politiques du travail et mondialisation de la Global Labour University. Rainer Stachuletz est professeur de finance au Collège de sciences économiques et de droit de Berlin. Il travaille actuellement comme consultant pour la Banque d'Etat du Viet Nam à l'Académie bancaire de Hanoi.