

Spéculation et dette souveraine: une interaction insidieuse

Rapport de synthèse de Gerald Epstein et Pierre Habbard pour le Conseil général de la CSI
(Elewijt, Belgique, 17-18 octobre 2011)

LES RÉALITÉS DU MARCHÉ FINANCIER: QUI Y TROUVE SON INTÉRÊT?

– Principaux faits –

- La spéculation financière est alimentée par la dérégulation, l'«innovation» financière et la concentration accrue des actifs et du pouvoir financier – comme le montre l'augmentation des conglomerats financiers et des systèmes bancaires «parallèles» peu réglementés et peu surveillés –, ainsi que par les agences de notation du crédit minées par les conflits d'intérêts.
- 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.
- Le nombre de contrats de produits dérivés sur les échanges de matières premières a légèrement augmenté entre 1993 et 2004, pour passer de 10 millions à 15 millions. Mais depuis 2005, ce chiffre a explosé, avant comme après la crise, pour atteindre 65 millions en 2010. Au cours de la même période, la volatilité des prix des matières premières s'est fortement accrue, notamment en 2008 lorsque les cours de nombreux produits alimentaires ont atteint des niveaux record.
- Le trading à haute fréquence, qui consiste à exécuter en quelques microsecondes de nombreuses petites transactions générées par ordinateur afin de tirer parti des petits mouvements de prix et/ou d'exploiter les différences de prix entre deux plateformes de négociation, a contribué à 25 % des opérations de change au comptant effectuées dans le monde en 2010, à 56 % des négociations sur les marchés actions américains (contre 21 % en 2005) et à 38 % des négociations sur les marchés actions européens (contre 9 % en 2007).
- Ces formes de spéculation ont été entreprises avec la complicité des trois agences de notation qui forment actuellement un oligopole mondial, à savoir Moody's, Standard & Poor's et Fitch. Leurs notations sont procycliques, c'est-à-dire optimistes durant les cycles de croissance et excessivement pessimistes en période de ralentissement. Elles contribuent donc à la spéculation financière et pourtant, aucun processus transparent de diligence ou d'examen par les pairs n'est requis comme préalable à leurs évaluations.

Spéculation et dette souveraine: une interaction insidieuse

Cet article identifie les principales origines de la spéculation financière, avant et après la crise de 2008, et évalue comment les marchés obligataires souverains et les finances publiques en sont affectés, notamment à la lumière de l'actuelle crise de la dette européenne.

Qu'est-ce que la spéculation?

- *La spéculation financière consiste à effectuer des paris directionnels à court terme sur les mouvements de prix d'un actif en se basant sur le «noise trading» (tenter de deviner ce que les autres traders supposent également et acheter ou vendre plus rapidement qu'eux).*
- *Cela se traduit par une mauvaise évaluation des risques et donc une mauvaise allocation des actifs en raison de leur volatilité à court terme ou des fluctuations à long terme de leurs prix (bulles spéculatives). Cela détourne des ressources précieuses (financières, politiques et humaines) des investissements productifs dans l'économie réelle qui permettraient de créer des emplois et des revenus.*
- *Tout cela est alimenté par la dérégulation, l'«innovation» financière et la concentration accrue des actifs et du pouvoir financier – comme le montre l'augmentation des conglomérats financiers et des systèmes bancaires «parallèles» peu réglementés et peu surveillés –, ainsi que par les agences de notation du crédit minées par les conflits d'intérêts.*

Quel rapport entre la spéculation financière et la crise de la dette souveraine?

Cet article met en évidence la présence d'une réaction en chaîne dans le déroulement de la crise ainsi que l'interaction entre la spéculation financière et la dette souveraine:

Avant la crise et après des années de dérégulation et de supervision laxiste, les gouvernements ont laissé les grandes banques croître et diversifier leurs activités au point de devenir trop grandes pour faire faillite («too big to fail»), pour être régies ou pour être supervisées, à l'image d'AIG, Merrill Lynch, Lehman Brothers (en 2008) et Bear Stearns (en 2007). Les gouvernements ont également laissé se développer sans supervision appropriée les activités bancaires, les infrastructures de marché et le trading parallèles. Ainsi, le trading financier et la spéculation se sont accrus bien plus que ce que ne pouvaient justifier les besoins sous-jacents de l'économie réelle.

- 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.

- Le nombre de contrats de produits dérivés sur les échanges de matières premières a légèrement augmenté entre 1993 et 2004, pour passer de 10 millions à 15 millions. Mais depuis 2005, ce chiffre a explosé, avant comme après la crise, pour atteindre 65 millions en 2010. Au cours de la même période, la volatilité des prix des matières premières s'est fortement accrue, notamment en 2008 lorsque les cours de nombreux produits alimentaires ont atteint des niveaux record.

- 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 sur cette lancée après la crise. Un processus similaire de concentration a lieu dans tous les segments des marchés dérivés.

Avant que la crise n'éclate, l'existence de conglomérats financiers toujours plus importants et de marchés de plus en plus dérégulés a entraîné de nouveaux types de comportements spéculatifs, observés avant et après la crise, notamment le «carry trade», le «trading à haute fréquence» et les «ventes à découvert à nu» (formes de spéculation qui sont toutes expliquées dans ce rapport). On constate également un phénomène de spéculation massive sur le marché à forte croissance des «exchange traded funds» (fonds cotés en Bourse).

- Le trading à haute fréquence, qui consiste à exécuter en quelques microsecondes de nombreuses petites transactions générées par ordinateur afin de tirer parti des petits mouvements de prix et/ou d'exploiter les différences de prix entre deux plateformes de négociation, a contribué à 25% des opérations de change au comptant effectuées dans le monde en 2010, à 56% des négociations sur les marchés actions américains (contre 21% en 2005) et à 38 % des négociations sur les marchés actions européens (contre 9% en 2007).

Ces formes de spéculation ont été entreprises avec la complicité des trois agences de notation qui forment actuellement un oligopole mondial, à savoir Moody's, Standard & Poor's et Fitch. Leurs notations sont procycliques, c'est-à-dire optimistes durant les cycles de croissance et excessivement pessimistes en période de ralentissement. Elles contribuent donc à la spéculation financière et pourtant, aucun processus transparent de diligence ou d'examen par les pairs n'est requis comme préalable à leurs évaluations.

En réponse à la récession mondiale qui a suivi la crise de 2008, les gouvernements ont mis en place des programmes de relance économique financés par une augmentation sans précédent de l'endettement public. Dans le même temps et afin de sauver le secteur bancaire, la dette privée des banques, et avec elle les risques et passifs de celles-ci, a été massivement transférée vers les États.

- Sur les 1 722 milliards de dollars accordés aux banques dans le monde sous forme d'aide publique directe (injections de liquidités et achats d'actifs), 1 270 milliards sont toujours en circulation.

Les gouvernements ont également fourni des garanties «implicites» donnant à croire sur les marchés que s'il le fallait à l'avenir, les gouvernements sauveraient le secteur bancaire, comme ils l'ont déjà fait en 2008-2009.

- En Allemagne, les grandes banques actuellement notées A+ seraient notées BB+ (obligations «pourries») si elles n'étaient pas implicitement soutenues par le gouvernement.

Dans la mesure où le transfert du privé au public n'a pas été conditionné à un niveau convenable de re-régulation ou de restructuration du secteur financier (le sauvetage des banques s'est fait «sans condition»), le coût de la spéculation financière est dans les faits intégré aux bilans des gouvernements.

- Ce coût peut être mesuré par la taille des «passifs éventuels» (par exemple les garanties implicites et explicites accordées aux banques par les gouvernements) auxquels les gouvernements sont exposés, et qui sont intégrés dans leur note souveraine: ils représentent en moyenne 20% à 30% du PIB pour les économies de l'OCDE, ce qui constitue une importante part supplémentaire dans la dette publique existante (un peu plus de 70% du PIB en moyenne).

Les attaques spéculatives se poursuivent en raison de l'incapacité des gouvernements à prendre les mesures réglementaires nécessaires pour contrôler ou éliminer les moyens de spéculer qui ont été à l'origine de la crise de 2007-2008. La crise financière s'est donc transformée en une crise de la dette souveraine.

Que peut-on faire?

Dans un monde doté de systèmes de gouvernance internationale solides et efficaces, les gouvernements auraient coopéré afin de répondre aux différentes étapes susmentionnées de la crise depuis 2007. Ils auraient collectivisé les risques encourus par chacun d'entre eux individuellement et accéléré la régulation financière afin d'étouffer les sources de spéculation dans ce domaine.

Mais ce n'est pas ce qui s'est passé.

En réponse à la crise financière de fin 2008, des recommandations visant à renforcer la stabilité financière ont été convenues par le G20 en avril 2009, à Londres, et devraient maintenant être mises en œuvre. Aux États-Unis, la crise a entraîné en parallèle un processus connexe de réforme réglementaire qui a débouché sur l'adoption de la loi Dodd-Frank en juillet 2010. Le plan d'action du G20 et cette loi américaine sont destinés à stabiliser et maintenir à flot le système financier actuel.

Toutefois, dans les deux cas, la mise en application des mesures a été entravée par un lobbying extrêmement fort de la part des acteurs financiers et de leurs alliés politiques. Les réformes actuelles sont mises en œuvre de manière très lente ou rejetées en bloc.

Ce rapport suggère par conséquent une réponse en trois volets pour s'attaquer aux forces destructrices de la spéculation volontaire:

- Limiter les paris à court terme des traders financiers, qui sont déstabilisants:

- Créer une taxe sur les transactions financières qui contribuerait à réduire le trading spéculatif, notamment le trading à haute fréquence ;
- Exiger que tous les types d'opérations sur des produits dérivés se fassent sur des marchés organisés ;
- Restreindre les stratégies de trading financier à court terme, notamment en interdisant la vente à découvert à nu.

- Limiter les risques néfastes pris par les grandes sociétés financières:

- Scinder les grands conglomérats financiers en procédant à la division obligatoire des activités de banque commerciale et de banque d'investissement;
- Envisager la nationalisation des grands conglomérats financiers dans le cadre de la restructuration du secteur financier;
- Réformer la gouvernance d'entreprise des banques;
- Empêcher les fuites déstabilisantes des systèmes bancaires habituels aux systèmes parallèles en imposant une réglementation stricte sur ces entités;
- Procéder au retrait progressif de toutes les garanties publiques introduites après la crise, remplacées par la création ou l'extension de dispositifs d'assurance financés par l'industrie, tels que la contribution pour la stabilité financière (FSC) proposée par le FMI;
- Augmenter la responsabilité légale des agences de notation, réduire la dépendance à ces entités au sein des structures prudentielles des banques et des finances publiques et revenir au modèle économique de l'investisseur-payeur.

- Réorienter les institutions et marchés financiers et inverser l'équilibre des pouvoirs entre les gouvernements démocratiques et les marchés financiers:

- Diversifier le secteur financier grâce à un large éventail d'institutions financières publiques et coopératives;
- Protéger les processus de réforme financière contre tout détournement de la réglementation par les banquiers, notamment grâce à un renforcement des règles de financement des partis politiques.