

Fiche de lecture
Septembre 2019

Michael Vincent, Le banquier et le citoyen

Fondation Jean Jaurès, 2019



Marianne, collection du Sénat

Michael Vincent est un économiste et un financier qui enseigne à Paris-Sorbonne et qui collabore avec la Fondation Jean Jaurès. Le banquier et le citoyen (sous-titré : « L'Europe face aux crises financières ») est son premier livre. Il s'agit d'un essai mais d'un essai pédagogique. L'ouvrage commence à Londres, « le jour où le Brexit a gagné » et l'on pourrait penser qu'il va décortiquer les conséquences que la sortie de l'Europe va avoir pour la City. Certes, il en dit un mot : les marchés ont bien vu dès l'origine que les conséquences du Brexit seraient négatives à la fois pour le Royaume-Uni et pour l'Europe, davantage pour le premier que pour la seconde. Par ailleurs, la City, une fois connus les résultats du référendum, s'est démenée, sans grand espoir, pour garder telles quelles ses chambres de compensation (mécanisme qui sécurise certaines activités financières), y compris pour les opérations effectuées dans l'Union, ainsi que le « passeport européen » qui lui permettrait de mener, dans tout Etat de l'Union, des activités de prêt, d'assurance ou de réassurance. Cependant, l'ouvrage se centre très vite sur la crise financière de 2008, les leçons qui en ont été tirées et les dangers qui perdurent. On en ressort en ayant acquis quelques connaissances (simples et lumineuses) sur « la finance » et surtout avec la conviction qu'il est essentiel de s'y intéresser : le rappel du Brexit montre que les citoyens britanniques ont largement ignoré les répercussions d'une sortie de l'Europe sur la City, faute de comprendre le fonctionnement d'une activité financière jugée technique et évoquée parfois avec un peu de répugnance. Or, le citoyen devrait s'en préoccuper : le domaine doit en effet être régulé de près car les dérives peuvent être monstrueuses, comme ce fut le cas il y a un peu plus de 10 ans.

La finance et ses risques : l'exemple de 2008

L'ouvrage refuse d'opposer systématiquement l'économie réelle (les échanges de biens et services entre entreprises, commerçants et clients) et les marchés financiers, qui traitent eux aussi d'échanges ou d'investissements bien réels. Les produits dérivés eux-mêmes sont inscrits dans l'économie réelle : le premier d'entre eux, le plus ancien, est en effet le contrat à terme, qui propose la livraison future d'un bien au prix d'aujourd'hui, pour lever le risque d'augmentation des prix. Ce produit dérivé peut lui-même se complexifier (par exemple en ouvrant une option, au moment de la livraison, entre le prix garanti et le prix du moment si

celui-ci est plus avantageux). Naturellement, la banque, qui vend ce service, mesure le risque qu'elle court (c'est là qu'interviennent les mathématiques financières) et le facture. Dans leur acception ordinaire, les produits dérivés, instruments financiers dont la valeur varie en fonction de l'évolution d'un actif sous-jacent (une monnaie, un bien), servent à protéger celui qui les achète de risques financiers liés à l'évolution défavorable des changes, des taux d'intérêt ou des prix du marché : leur utilité n'est pas discutée.

Le marché des produits dérivés ne pose problème que lorsqu'il est spéculatif, notamment lorsque certains investisseurs les achètent sans avoir d'actif sous-jacent à protéger. Ainsi, aux Etats-Unis, les investisseurs qui disposaient d'obligations adossées à des prêts hypothécaires risqués consentis à des emprunteurs peu solvables ont souhaité assurer le risque et des produits dérivés pour le couvrir ont été proposés, qui offraient le versement d'une prime en cas de défaut de l'emprunteur. Pour autant, il était possible d'acheter ces produits sans posséder d'obligations à protéger, dans un but spéculatif, avec l'espoir que le risque se produise pour toucher la prime...Les banques américaines d'investissement ont ainsi à la fois vendu des obligations risquées à des investisseurs (elles y étaient encouragées puisqu'il y avait une assurance) et, parallèlement, parce qu'elles savaient que le risque de défaut était fort, ont acheté à tour de bras des produits dérivés d'assurance, uniquement pour gagner un peu d'argent. Au final, le principal assureur des obligations subprimes est un des premiers à avoir fait faillite lorsqu'il n'a pu honorer les paiements dus, compte tenu de la multiplicité des faillites. Il est donc impératif de réguler les produits dérivés pour empêcher leur utilisation dans un but spéculatif.

Les subprimes elles-mêmes représentent un détournement des opérations normales d'emprunt immobilier : les banques y ont vu un moyen de gagner davantage d'argent en imposant à des acheteurs à risques, dont les taux d'intérêt étaient variables et indexés sur le taux directeur de la FED, des primes de risque très élevées. Elles ont choisi aussi de transférer le risque aux marchés financiers (et donc aux investisseurs) par la « titrisation » de ces créances, c'est-à-dire leur transformation en produits financiers dont la valeur précise (et les risques) n'étaient pas connus : c'est la financiarisation de ces subprimes qui va propager la crise dans le monde. Lorsque la FED a augmenté ses taux directeurs, les défauts ont commencé et le marché de l'immobilier s'est effondré. La titrisation a permis à la crise de se propager à grande vitesse, avec de plus un effet de panique dû au fait que la valeur des actifs des uns et des autres n'était pas connue et que tout le monde se méfiait. Les régulateurs (Trésor américain, BCE) n'ont d'ailleurs ni vu ni compris l'ampleur parce qu'ils mesuraient mal les imbrications des banques américaines avec les banques étrangères : ils ont ainsi jugé Lehman « non systémique », ce qui les a conduits à en accepter la faillite. La crise a donc été largement due à l'avidité des banques qui ont détourné les ventes immobilières de leurs règles normales (choisir un acheteur solvable) puis revendu des créances risquées en toute opacité à des investisseurs...

L'extension de la crise à l'euro et le rôle des financiers dans son traitement

La crise bancaire et financière et la récession qui s'en est ensuivie ont provoqué en Europe une crise des dettes souveraines, d'autant que ce sont les banques européennes qui possèdent la dette des Etats et que les finances publiques de certains Etats étaient très dégradées. Plus probablement, la crise financière a accéléré la crise latente de la dette,

révélant parallèlement combien la zone euro était mal armée pour y répondre. En 2010, certains Etats ont même évoqué la possibilité de « restructurer » leur dette : la confiance a faibli envers certains pays puis envers l'euro, d'autant que l'Europe met du temps à réagir. Elle aura au demeurant le plus grand mal à le faire, parce que les solutions doivent être choisies avec l'accord des pays majeurs et que l'Allemagne a une vision punitive de la solidarité. Les taux d'intérêt demandés aux Etats en difficulté se sont envolés mais il n'existait pas au départ de mécanisme de solidarité qui puisse protéger les Etats en difficulté : la zone euro n'était pas armée pour résister collectivement à un choc qu'elle n'a pas prévu. Au final, certains mécanismes s'enclencheront : le FMI accordera un prêt à la Grèce en 2010 et un Mécanisme européen de stabilité sera créé en 2012. Mais les prêts sont conditionnés à des mesures de « redressement ». Les Etats ont alors engagé, volontairement ou de manière contrainte, pour obtenir de l'aide, des politiques d'austérité qui ont cassé la reprise de la croissance.

En théorie, la BCE n'a pas le droit de racheter les dettes des Etats pour casser la spéculation. C'est le Président de la BCE, Mario Draghi, qui a annoncé en septembre 2012, à Londres, que la banque rachèterait de manière illimitée les emprunts d'Etat sur le marché en cas de nécessité. Cela revenait à mutualiser la dette même sous conditions (le rachat est conditionné par la mise en place d'un programme d'aide par le MES, donc sous réserve d'un programme de redressement ...). Cette intervention a été décisive, elle a sans doute sauvé l'euro : les marchés se sont calmés.

De manière plus structurelle, l'Union s'est engagée à partir de 2012 dans la construction d'une Union bancaire, avec un mécanisme de supervision unique et la création d'un Fonds de résolution bancaire : ce ne sont pas les Etats qui viendront au secours des banques mais les banques elles-mêmes. Ces choix représentent un gros progrès mais les outils mis en place restent perfectibles et leur montée en charge est lente.

La crise de l'euro s'est poursuivie jusqu'en 2015, avec la gestion calamiteuse de la crise grecque et la menace d'exclusion de la Grèce, rêve du ministre des finances allemand qui souhaite punir tous les pays qui ne respectent pas certaines règles budgétaires. L'Eurogroupe s'est révélé incapable de piloter cette phase et la prise de conscience qu'il ne fallait pas exclure la Grèce a été très tardive. Les marchés ont perçu ces faiblesses de gouvernance.

Au final, la BCE s'est substituée à des politiques qui n'ont pas pris leurs responsabilités, annonçant le rachat des dettes souveraines si nécessaire et abaissant le taux directeur pour relancer l'activité et dissuader les banques de garder leur argent sans l'investir. La BCE est allée plus loin avec sa politique de « Quantitative easing » (rachat de diverses dettes aux acteurs financiers, y compris des obligations d'entreprise) pour aider la reprise économique qui se faisait attendre. Des politiciens et entreprises allemands sont allés en justice pour faire reconnaître que la BCE excédait ainsi son mandat (au final la Cour de justice de l'Union leur a donné tort). L'argent bon marché a bien évidemment aidé l'économie européenne à reprendre des couleurs depuis 2015 et surtout 2017. Sauf que les entreprises n'ont pas profité de cet argent facile pour investir mais pour refaire leur trésorerie et payer des dividendes...

Les digues et leur fragilité

La leçon de la crise a été en partie tirée : normes prudentielles pour les banques sur le niveau des fonds propres, encadrement des marchés de produits dérivés, élaboration d'un système de mutualisation pour éviter que les fonds publics pallient les risques de faillite bancaire, mise en place enfin de chambres de compensation, avec l'objectif d'y rendre obligatoire, pour un produit dérivé, le dépôt régulier des gains ou pertes constatées chaque jour avant l'échéance, pour répondre au risque que la contrepartie fasse elle-même défaut avant la fin du contrat. Le dispositif est sain mais compliqué (le contrat financier n'a pas la même valeur s'il est « protégé » et il faut vérifier la qualité des actifs qui sont déposés pour assurer cette protection). En outre il est « procyclique », obligeant les acteurs à déposer des fonds au moment où ils constatent qu'ils perdent de l'argent. Surtout, les chambres de compensation deviennent énormes (elles sont tenues par quelques acteurs géants, ainsi LCH Cleanet, détenu majoritairement par la bourse de Londres), avec peu de fonds propres et leur régulation est clairement insuffisante.

L'ouvrage « Le banquier et le citoyen » est facile à lire, intéressant et instructif. Il a raison de souligner que le citoyen n'est pas suffisamment éclairé sur « la finance » et que le politique ne s'y intéresse pas assez. Les jours difficiles risquent pourtant de revenir : le marché a été inondé de liquidités et, si les taux remontent, des acteurs économiques ne seront pas capables de rembourser certains emprunts consentis trop aisément. Aux hommes politiques, à nous tous, de comprendre, d'agir et de contrôler.