
Peut-on construire un monde meilleur en maintenant le capitalisme financier ?

Lionel TOURTIER, Président du Think Tank Génération E.R.I.C.

Nous vivons une crise sévère, comme parents d'abord, citoyens ensuite, et professionnels enfin. Oh, il n'y a pas de frontière de temps dans ces trois situations : avec l'œil sur l'écran de notre smartphone, tous se fait dans une certaine simultanéité, et tout interagit.

Pour un patron d'entreprise, qui voit une partie de ses effectifs promis au chômage, il n'y a pas de plaisir à rentrer chez soi. Et embrasser son épouse et ses enfants ne va pas estomper durant la nuit les images du drame humain à venir. Assis à son bureau, après un dîner maussade où il s'est néanmoins efforcé de sourire pour ne pas inquiéter sa fille et son fils, tous deux encore adolescents « confinés », le citoyen qu'il est, a contemplé d'un air las sa déclaration fiscale en s'interrogeant sur le sens des choses. Il y a même un moment où une sorte de vertige intérieur l'assaille. Il a le souvenir de 2008, mais des économistes réputés parlent d'une situation pire qu'en 1929 ! Néanmoins, l'on dit que des outils monétaires devraient juguler certaines des conséquences de cette catastrophe économique. Certaines conséquences ... mais pas toutes.

L'on pourrait bien sûr transposer et multiplier cette situation à foison : une femme DRH chargée de fermer une usine, un restaurateur qui dépose son bilan, une gérante d'un magasin de mode qui réduit son équipe de vente, etc. Toutes et tous sont frappés par cette crise. Mais plus encore, ils ont cette écrasante responsabilité de décider du sort de leurs collaborateurs. Nous les

côtoyons ou les avons côtoyés ; nous en connaissons même certains ou certaines de façon plus intime. Et tous, nous rêvons à « ce monde d'après » qui suscite dans la presse des centaines de propositions plus ou moins réalistes et plus ou moins hiérarchisées selon la sensibilité de leurs auteurs : réindustrialiser en priorité pour les uns, transition énergétique pour les autres, taxer les importations, augmenter les impôts des riches, nationaliser, arrêter la croissance, interdire la propriété, etc. Autant de souhaits hétérogènes, contradictoires, et dont le risque est celui de revenir tout simplement au monde d'hier. Un proverbe africain dit : « *quand tu ne sais pas où tu vas, alors retournes en arrière* » ...

Investisseurs institutionnels et exigence morale ?

Comme investisseurs institutionnels ou responsables financiers, ne sommes-nous pas, nous aussi, dans l'expectative ? Sans doute. Mais parce que nous finançons l'économie, nous avons néanmoins un regard plus aigu sur cette crise. Et si nous considérons, dans notre for intérieur, que nos métiers revêtent une certaine exigence morale, cela devrait nous inciter à prendre le temps de l'introspection. Car si l'épidémie du Covid19 et le désastre qu'elle entraîne ne sont pas de la responsabilité de la communauté financière (contrairement au krach de 2008), la dégradation de notre modèle social, économique et politique qui la précédait l'est davantage. La cause en est la financiarisation. Ainsi, notre société est un peu comme un homme ivre qui reçoit un uppercut au foie, mais un foie malade. La douleur n'en est que plus vive.

Soyons plus direct que cette métaphore. Nous avons laissé croître un capitalisme financier qui a accéléré le mouvement de mondialisation sans pouvoir nous donner la possibilité d'en

maîtriser le rythme et surtout les effets. Une sorte de fuite en avant. La bascule du centre de gravité de la création de richesse s'est effectuée brutalement au détriment de nos classes moyennes. Les remises en cause au niveau des métiers ont été souvent violentes. La désindustrialisation a freiné la productivité nationale et, par conséquent, les hausses de salaires. Nous avons créé des emplois à faible valeur ajoutée, et compensé les pertes de pouvoir d'achat par une inflation de prestations sociales financées par la dette ou la pression fiscale. Les deux sont des étouffoirs. En face, dans de nombreux pays émergents, si le niveau de vie s'est élevé, y compris dans l'accès à un certain confort, les inégalités ont malgré tout augmenté, et la faim subsiste dans de nombreux endroits, notamment pour des millions d'enfants.

Devant ce défilé d'images en relief d'une mondialisation devenue malheureuse pour beaucoup, nous pourrions nous dire que c'est la vie, que c'est la règle en économie de marché, que c'est le jeu de la concurrence, que c'est la contrepartie nécessaire à la recherche du profit qui n'a rien d'illégitime en soi, que les espèces faibles meurent et que les plus fortes dominent, que rien ne se perd, rien ne se crée, tout se transforme, et qu'il en a été ainsi depuis la nuit des temps. Les civilisations naissent, disparaissent, les empires triomphent et déclinent, les guerres sont parfois considérées comme « justes » tout comme les révolutions peuvent être sanguinaires et sans lendemain. On peut relire Nietzsche et se convaincre que l'adversité nous élève plutôt que nous abaisse, se dire comme Schumpeter qu'entreprendre c'est changer l'ordre existant, ou comme Hobbes que la valeur ou l'importance d'un homme, c'est comme pour tout autre objet, son prix, c'est-à-dire ce qu'on donnerait pour disposer de son pouvoir.

Tout est plus ou moins recevable dans le verbe lorsque l'on philosophe entre amis, un verre de whisky ou de vin à la main.

Mais dans l'action, dès lors que c'est l'humanité qui est atteinte dans sa destinée et son ordinaire le plus intime, il faut se poser la question de notre volonté : voulons-nous ou pas reprendre collectivement notre destin en mains ? Des voix s'élèvent déjà entre ces lignes tout juste écrites : « mais concrètement, qu'est-ce que cela veut dire ? ». D'autres chuchotent à l'oreille de leur voisin : « encore un utopiste ». Alors, investisseurs, soyons concrets.

Première interpellation : voulons-nous continuer à vivre dans une économie de dettes ?

Il faut compléter cette interrogation pour en faciliter notre réponse. Si la titrisation ne fut pas un mauvais outil en soi, ce que les banques en ont fait depuis 40 ans, avec les produits dérivés puis structurés, devrait nous poser un problème de fond. Car ce type d'opération a modifié en profondeur le modèle du système bancaire à partir des années 1979, en commençant par les Etats-Unis : l'on est ainsi passé d'un modèle traditionnel, dit « *originate to hold* » où l'établissement conserve dans son bilan les prêts accordés, à un modèle « *originate to distribute* » où l'établissement transforme ses prêts en actifs financiers vendus sur le marché. Comme le soulignent deux auteurs dans un article de la Revue Banque¹¹, Laurent Viegnes et Olivier Nataf, ce nouveau modèle « *a conduit à la crise financière (2008), a contribué à disséminer le risque de crédit hors de sa sphère bancaire d'origine. Aujourd'hui réactivé dans un contexte différent, ce modèle accroît l'imbrication de certaines catégories d'acteurs clés (banques, assureurs, fonds...) et n'est pas dépourvu de risques...* ».

¹¹ Revue Banque 26 mars 2013 : « *La seconde vie du modèle « originate to distribute » - n°760*

Cette économie de dettes, nous le savons, est très vulnérable ; et elle peut propager ses failles au reste de l'économie. Car les techniques de titrisation et autres dérivés ont favorisé l'essor d'une financiarisation qui a généré tous les excès dans la spéculation. Ce faisant, cela a fragilisé tout le système financier au sein duquel ces techniques sont nées pour couvrir des risques. Quel paradoxe n'est-ce pas ? En réalité, elles ont généré un « risque systémique » dont la définition parle d'elle-même : le risque que le défaut d'un acteur du marché se répercute sur les autres du fait de la nature intriquée des marchés financiers.

Il faut souligner ici : « intriquée », car c'est bien la réalité du problème. En cas de mises en faillite successive de banques, cela bloque ensuite le financement de toute l'économie mondiale. C'est d'ailleurs la crainte qui nous inquiète aujourd'hui, ainsi que le CEPII vient de le rappeler. Selon le Comité européen du risque systémique (Cers), le risque de faillite des banques a fortement augmenté depuis le début de la crise. La probabilité qu'au moins deux grandes banques européennes fassent défaut a dépassé la barre des 5 % au cours du mois de mars 2020. En outre, il suffirait selon le CEPII que 21 % des prêts ne soient pas remboursés pour épuiser totalement les fonds propres des banques (capital et réserve) qui s'élèvent à 2.500 milliards aujourd'hui dans la zone euro. Un prêt sur cinq : dans la déflagration que connaissent nos entreprises, ce n'est pas une probabilité irréaliste. L'Autorité bancaire européenne (EBA) prévoit quant à elle une baisse moyenne « d'environ 380 points de base » (soit 3,8 %) des ratios de capitaux propres des banques de l'Union européenne (UE), qui sont actuellement de 14,9 %.

Globalement, à l'échelle mondiale, cette économie de dettes a également trouvé un terrain fertile avec l'endettement croissant des Etats. Un esprit malhonnête pourrait même supposer un

accord tacite entre le système bancaire mondial et les gouvernements. Deux effets ont résulté de cette conjonction d'intérêts qu'il faut souligner.

En premier, une perte de souveraineté financière des Etats. Les banques et organismes financiers affiliés ont acquis une réelle influence politique, et peut-être davantage. Nous y reviendrons.

En second, une hausse des inégalités. Car dans ce système de dettes, très spéculatif entre autres, l'argent va à l'argent et pas au travail. C'est bien ce que démontre la journaliste Rana Foroohar, journaliste au *Financial Times*. Dans son livre *Makers and Takers*¹², elle considère que l'économie se divise en deux : d'un côté, il y a les « makers », qui produisent des biens et des services utiles ; de l'autre, les « takers », c'est-à-dire tous ceux qui, sous prétexte de financer les « makers », se servent au passage et finissent par concentrer dans leurs mains l'essentiel de la valeur créée dans l'économie.

Seconde interpellation dans le prolongement de la première : voulons-nous recentrer les flux financiers sur l'économie réelle ? Et voulons-nous le maintien des politiques monétaires actuelles ?

Comme investisseurs, ces deux questions complémentaires se relient fondamentalement à la conception que nous nous faisons de notre rôle et du champ de notre intervention.

Rana Foroohar, déjà citée, soulignait dans son livre que 15 % seulement de tous les flux de capitaux aux Etats-Unis allaient effectivement à l'investissement dans les entreprises. Le reste n'est que pures transactions financières, produits dérivés et échanges d'actifs existants. Chaque jour, des millions de

¹² “*Makers and Takers: The Rise of Finance and the Fall of American Business*”

transactions financières ont lieu pour une valeur totale de 81,7 billions de dollars. Au final, l'écart entre le volume de la « sphère réelle » de l'économie et celui de la « sphère financière »¹³ est très déséquilibré : un rapport pratiquement de 1 à 10.

Le « robinet ouvert » des banques centrales n'est pas étranger à cette prolifération des transactions spéculatives. C'est encore plus criant aujourd'hui. Comme le souligne Frank Vranken, stratège en chef chez Puilaetco, il y a actuellement une énorme dichotomie entre les marchés d'actions et la conjoncture économique. Les bourses continuent de grimper alors que les indicateurs conjoncturels illustrent le choc que vivent les économies mondiales face à la pandémie de Covid-19. « Les marchés sont truqués » ajoute-t-il ...¹⁴ Mais cela n'a pas l'air de susciter un étonnement parmi nous, alors que nous savons bien que le principe de réalité s'imposera un jour ou l'autre. De même, les PEPP aident à soutenir des entreprises zombies, ce qui fausse également l'économie réelle tout en donnant une image faussée des risques.

Comment sortir de cette addiction à cette drogue monétaire ? Comment la stopper alors que nous savons très bien qu'il faudra accepter d'en payer un prix élevé ? Toute cette économie de dettes nous enfonce dans une spirale qui ne permettra aucunement de bâtir le « monde d'après » vertueux.

L'endettement des États membres de l'UE dépassera 100 % du PIB européen à la fin de l'année, en hausse de 15 points par rapport à 2019. La Grèce approchera les 200%, l'Italie 140 % et

¹³ Dans un précédent article publié dans la *Revue des Stratèges*, nous avons indiqué que le PIB mondial avant crise s'élevait à environ 90.000 milliards de dollars, alors que la sphère financière comportait 400.000 milliards de dollars plus 720.00 milliards de produits dérivés !

¹⁴ L'Echo Belge du 27 mai 2020.el

la France 120%. La dette des entreprises européennes s'élevait à 6.400 milliards d'euros fin 2019. On imagine quel niveau elle peut atteindre aujourd'hui. Les entreprises françaises en sont à 2.000 milliards d'euros.

A juste titre, des économistes de l'Agence Française de Développement (AFD) titraient récemment dans un article : « *Les banques centrales, nouvelles gardiennes du chaos ?* ».

Troisième interpellation : alors que nous souhaitons maîtriser la consommation de matières premières, en raison d'une préoccupation « responsable » à l'égard des jeunes générations, devons-nous laisser les marchés financiers en gérer les volumes et les prix ?

La crise récente sur les marchés à termes du WTI a mis au grand jour les excès de la financiarisation du pétrole : l'or noir est la matière première la plus « tradée » au monde ... La spéculation n'est pas uniquement le fait d'opérateurs ou de traders, mais aussi de milliers de ménages américains, via notamment le fonds indicel coté (ETF) US Oil (USO), qui se propose de répliquer la performance du pétrole brut américain (WTI).

Entre fin mars et fin avril 2020, alors même que la saturation des capacités de stockage commençait à être bien connue, USO a doublé ses encours pour atteindre 4,3 milliards de dollars, dont 1,6 milliards la semaine précédant le « lundi noir » ! L'ETF PowerShares UCO, un produit à effet de levier encore plus risqué qu'USO, a collecté 1,7 milliard de dollars depuis le début de l'année. Mais bien d'autres produits de spéculation existent sur le pétrole : des warrants turbo, des « Contract for difference » ou CFD ... Tout ceci est-il bien raisonnable ?

Second élément. On se rappellera qu'en 2014, le Sénat américain s'était penché à nouveau sur les pratiques de Goldman Sachs,

JPMorgan et Morgan Stanley. « *L'implication massive de Wall Street dans les matières premières physiques met notre économie (...) et l'intégrité de nos marchés à risque* », avait estimé à l'époque le sénateur Carl Levin. En accumulant des stocks par des filiales spécialisées, elles s'en servaient pour réaliser des activités industrielles, d'où une situation de concurrence déloyale face aux entreprises non bancaires du secteur.

Ces banques étaient également suspectées de manipuler les cours des matières premières et de gonfler leurs revenus de stockage via leurs entrepôts¹⁵. Face à ces comportements, Carl Levin avait mis les choses au point : « *Nous ne pouvons pas laisser une importante et puissante banque de Wall Street influencer le prix d'une matière première essentielle pour notre économie, surtout si elle échange des produits financiers liés à celle-ci. Nous devons restaurer la séparation des activités commerciales et bancaires* ». Depuis, les banques ont cédé depuis une partie de leurs activités de négoce. Mais sous d'autres formes, elles continuent d'intervenir sur les matières premières. Et la lancinante question de la séparation des activités bancaires restent posée. L'on garde en mémoire les propos de Christian Noyer, gouverneur honoraire de la Banque de France, en janvier 2016 : « *La séparation des activités bancaires de détail et d'investissement est une fausse bonne idée* ». Avec le recul, en sommes-nous convaincus ?

¹⁵ Agefi 21 novembre 2014 : « *Le rôle des banques américaines sur les matières premières est mis à l'index* »

Quatrième interpellation : Comment voulons-nous définir nos relations avec les régulateurs et les parlementaires ?

Au fil des crises, le régulateur bancaire a un peu remédié aux situations, mais pas suffisamment. Car l'expérience montre que plus la régulation bancaire s'est développée (par exemple Bâle III), et plus les banques ont adopté des stratégies de contournement de leurs obligations réglementaires. Et comme le régulateur a parfois un train de retard ... nous ne sommes jamais à l'abri d'une nouvelle éruption financière. Qui plus est, dans la crise actuelle, les banques ont bénéficié encore de dérogations.

En outre, le régulateur est généralement « proche » de l'Etat ... Or, l'Etat a souvent des dettes comme nous l'avons indiqué. Et pas pour de petits montants. Donc, le régulateur ne peut pas « gêner » ce recours à l'emprunt souverain. Prenons un exemple que nous connaissons bien. Dans la Directive « Solvabilité 2 », les dispositions du pilier 1 ont perpétué l'incitation des assureurs à investir dans la dette souveraine¹⁶, tout en pénalisant les placements en actions qui, normalement, eux, financent l'économie réelle. Et comme en France, la transposition de la Directive se fait par décret, aucun parlementaire n'est associé à cette « régulation de connivence ». C'est Bercy qui a les manettes en main. Ainsi, le financement de l'économie fait peu l'objet d'un débat démocratique.

¹⁶ Solvabilité 2 conduit à ne pas retenir d'exigences de capitaux au titre du risque de défaut des États (cf. l'art. 180 du règlement délégué (UE) 2015/35 de la Commission).

« Et maintenant, que vais-je faire » ?

Et pendant que l'horloge tourne, il y a cette vieille chanson de Gilbert Bécaud qui raisonne dans le couloir du métro parisien : « *Et maintenant que vais-je faire, vers quel néant glissera ma vie ...* ». C'est notre patron d'entreprise, qui après une nuit d'insomnie, retourne à son bureau au petit matin. Avec de mauvaises nouvelles à annoncer.

Voilà donc quelques interrogations que nous devrions nous poser pour ce « monde de demain » que beaucoup de concitoyens espèrent et réclament. Il y en a d'autres. Mais prenons déjà celles-là. Alors, la balle est dans notre camp et libre à nous de la prendre ou pas. Nous sommes capables de réconcilier la finance et l'économie.