

METTRE LA FINANCE AU SERVICE DE L'ÉCONOMIE RÉELLE

CHRISTIAN DE BOISSIEU*

Au service de quoi ? Et au service de qui ? Les deux interrogations complémentaires se posent à propos de la finance depuis qu'elle existe, donc depuis fort longtemps. Disons qu'elles sont devenues plus pressantes à la lumière de la crise mondiale enclenchée à partir d'août 2007 et aggravée en 2008 par la faillite de Lehman Brothers. Je ne prétends pas ici y répondre de manière approfondie et exhaustive, tant la tâche est multiforme, mais je me contenterai de quelques observations inspirées par la crise elle-même et par les réponses apportées depuis la fin de l'année 2008 dans le cadre du G20, dans quelques autres enceintes internationales (en particulier le Conseil de stabilité financière - CSF - et le Comité de Bâle) et en Europe.

REMARQUES SUR LES ENJEUX

Quels sont les principaux objectifs de l'économie réelle ?

L'économie réelle désigne tout ce qui se rapporte directement à la production et à la consommation de richesses, mais aussi à leur répartition dans l'espace (les inégalités sociales dans un pays donné, ou entre le Nord et le Sud...) et dans le temps (la question brûlante des inégalités intergénérationnelles, avec le chômage des jeunes qui, dans la crise, a crû nettement plus vite que le chômage global, ou les transferts intergénérationnels nés de la dérive des dettes publiques). On l'aura compris, tout

* Président, Conseil d'analyse économique (CAE) ; professeur, université Paris I (Panthéon-Sorbonne).

ce qui touche à l'optimisation de la croissance sur le long terme, à la réduction du chômage, donc également à ce qui conditionne le rythme de croissance et le niveau de l'emploi (l'investissement productif, la technologie, la R&D - recherche et développement - et l'innovation, la productivité et la compétitivité...) relève de l'économie réelle.

L'accent mis sur les objectifs et les contraintes du développement durable ajoute des dimensions nouvelles à la problématique de l'économie réelle, désormais conduite à se préoccuper aussi du très long terme, de la lutte contre le changement climatique et pour le maintien de la bio-diversité... Même si c'est avec retard, la finance suit le mouvement de l'économie réelle, avec l'essor de la finance carbone, de l'investissement socialement responsable (ISR)...

À propos des indicateurs du découplage finance/économie réelle

À partir de quand, c'est-à-dire à partir de quels seuils, la finance tourne-t-elle sur elle-même au point de se décrocher (ou de se découpler) vis-à-vis de l'économie réelle ? À partir de quel seuil la spéculation, indispensable jusqu'à ce seuil au bon fonctionnement des marchés financiers et à l'équilibre des comportements possibles sur ces marchés (couverture, arbitrage, spéculation), devient-elle excessive du point de vue de l'économie, de la finance et de la morale ? Notons que ledit seuil est *a priori* différent selon que l'on privilégie le

point de vue de l'économie ou celui de la morale...

Toutes ces interrogations ont déjà été posées à l'occasion du choc systémique créé par le *krach* mondial d'octobre 1987. Un *krach* qui, en pratique, n'a duré que quelques séances de Bourse, mais qui a beaucoup inquiété, à l'époque, par son ampleur et son côté global (conséquence, déjà, de la globalisation financière), les opinions publiques et les autorités. D'où la commission Brady aux États-Unis et la commission Deguen en France, afin d'évaluer (déjà !) l'ampleur de la déconnexion finance/économie réelle, ses causes et ses conséquences, ainsi que les implications de l'essor des instruments dérivés. C'est à ce moment-là aussi que, dans le cadre du Conseil national de l'information statistique (Cnis), j'ai eu l'occasion d'animer des travaux sur des indicateurs possibles de cette déconnexion. Sous l'impulsion de Jacques Pécha (Banque de France) et de l'Insee, nous avons à l'époque, en combinant des mesures issues de la comptabilité nationale et des données venant des marchés financiers, proposé une batterie de statistiques. *Grosso modo*, les indicateurs de connexion ou déconnexion peuvent être regroupés en trois catégories :

- des ratios stocks/flux (total des actifs financiers rapporté au PIB) ou flux/flux (total des opérations financières durant la période sur le PIB ou mieux, mais difficile à estimer, sur le total des transactions sur les biens et les services pendant la même période) ;
- des vitesses de rotation des actifs

(*turnover*), renseignant sur le degré d'activité des marchés secondaires ;

- des indices de valorisation (comme les PER - *price earning ratios* -...), suggérant plus que démontrant scientifiquement des configurations de bulle, de surévaluation de certains actifs financiers ou du marché dans son ensemble, ou inversement des situations de sous-évaluation.

Il n'y a pas à choisir entre ces différentes approches. La question de la déconnexion finance/économie réelle est suffisamment complexe pour qu'elles soient combinées. Les difficultés continuent avec l'interprétation des chiffres. En pratique, le dépassement des seuils est plus aisé à diagnostiquer que la valeur précise de ces seuils. Un exemple touchant à un débat d'actualité : d'après les chiffres de la Banque des règlements internationaux (BRI), l'encours total des contrats sur instruments dérivés dans le monde était, à la fin de l'année 2009, proche de 690 000 Md\$ (il s'agit de la valeur des notionnels, non du niveau des risques encourus qui, lui, est nettement plus faible). En comparant cet encours au PIB mondial par an (environ 60 000 Md\$), il en ressort un « multiplicateur » légèrement supérieur à 11. Même sans savoir où se situe le seuil de ce multiplicateur à partir duquel je suis en droit de parler de déconnexion entre la finance et l'économie réelle, une valeur de 11 semble excessive et difficilement justifiable en termes de croissance et d'emplois. On ne peut s'empêcher de penser ici, à propos des bulles et autres décrochages, à ce qu'évoquait Joan Robinson, la disciple de Keynes : « On ne sait pas exactement définir un

éléphant, mais s'il est dans la pièce on s'en aperçoit. »

L'ambiguïté de certains indicateurs apparaît, par exemple, dans l'exploitation des données relatives aux coefficients de rotation des actifs. D'un côté, un coefficient élevé indique une liquidité importante sur le marché financier considéré, avec un marché secondaire très actif. Or au moment où nous sortons progressivement d'une crise marquée par une pénurie de liquidités pour certaines banques et l'absence de liquidité (par manque de marchés secondaires) pour certains instruments financiers, il serait paradoxal de sous-estimer l'aspect crucial de la liquidité. De l'autre côté, un *turnover* élevé suggère aussi une spéculation vive sur des titres financiers, susceptible d'engendrer des cours sans lien avec les « fondamentaux » réels. Conclusion : les coefficients de rotation doivent être, dans tous les cas de figure, combinés à d'autres indicateurs de la déconnexion.

La double face de l'innovation financière

Dès le *krach* de 1987, on a perçu un dilemme remis en première ligne par la crise mondiale depuis 2007. Les innovations financières, qui se sont multipliées depuis les années 1970, ont amélioré l'efficacité des systèmes bancaires et financiers en élargissant la palette des financements et des placements possibles, en fournissant des outils plus adaptés de gestion des risques financiers individuels (risques de marché, risque de crédit...), en renforçant la concurrence, en

accompagnant les mouvements liés de libéralisation et de globalisation financières... Mais, dans le même temps, elles ont engendré des défis pour la politique monétaire et la régulation financière à travers plusieurs de leurs effets : moins de transparence et de « lisibilité » des systèmes financiers, difficile traçabilité des risques individuels, instabilité systémique renforcée du fait de la difficile identification et gestion de ces risques... À mon avis, on ne pourra pas faire disparaître l'arbitrage entre efficacité et stabilité né de l'accélération des innovations financières. L'ambition doit être, en modifiant la régulation et la supervision du secteur financier, d'en améliorer les termes : moins d'instabilité systémique pour des gains d'efficacité donnés, ou plus d'efficacité pour un degré donné d'instabilité systémique. Aux yeux de l'opinion publique comme de nombreux observateurs, le foisonnement sans bornes de la créativité financière relève au premier plan du phénomène de déconnexion finance/économie réelle, en l'illustrant, mais aussi en l'accentuant. Depuis 2007, la crise mondiale a freiné l'innovation financière, quasiment stoppé la titrisation et suscité un rejet de la complexité financière au profit de produits financiers moins sophistiqués et plus transparents. À mon sens, il s'agit là d'une réaction conjoncturelle, susceptible de durer encore deux ou trois ans, face à un choc d'une exceptionnelle gravité, plutôt que d'une inversion de tendance. Par-delà ce choc, l'innovation financière et même la titrisation ont encore de beaux jours devant elles.

CONTENIR LES DÉBOREMENTS DE LA FINANCE

Tous les sujets abordés au G20 ne touchent pas à la déconnexion finance/économie réelle, mais certains s'y rapportent directement. Je les évoque ici rapidement, réservant pour plus loin l'impact anticipé du passage à Bâle III (banques) et à Solvabilité II (compagnies d'assurances). La régulation des marchés OTC (*over-the-counter*) d'instruments dérivés, en particulier des CDS (*credit default swaps*), mérite une attention spéciale.

Les nouvelles régulations de la finance au service du recouplage finance/économie réelle

Les G20 réunis à Londres (avril 2009) et à Pittsburg (septembre 2009) ont été, globalement parlant, une réussite, car ils ont permis de se mettre d'accord sur un certain nombre de défis posés par la crise actuelle et relatifs à la régulation bancaire et financière. Celui de Vancouver (juin 2010) a été plus décevant. Mais l'important est de maintenir les ambitions affichées. Il s'agit désormais de concrétiser les principes affirmés à propos des paradis fiscaux, des *hedge funds*, de l'application des normes comptables internationales, du fonctionnement des agences de notation, de la réglementation prudentielle des différents opérateurs financiers... La « fenêtre de tir » est limitée dans le temps par l'existence d'un calendrier

serré : dès que la reprise sera consolidée, l'appétit pour les réformes faiblira très probablement.

L'idée de régulation va au-delà de la seule réglementation, puisqu'elle l'englobe et la dépasse en incluant, en plus, des règles de conduite et des systèmes de gouvernance qui ne passent pas nécessairement par des textes à caractère obligatoire. Ainsi, à côté de la réglementation bancaire et financière, il existe des mécanismes d'autorégulation, dont certains sont clairement mis en question par la crise des *subprimes*, ainsi que des codes de « bonne conduite », en général proposés par les Pouvoirs publics et respectés sur une base de volontariat par des opérateurs décentralisés. Un exemple existant : l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (OICV) a adopté dès 2004 un code de conduite pour les agences de notation. Visiblement, ce code n'a pas empêché les carences et les dysfonctionnements du côté des agences de *rating* et, à la lumière de la crise financière inachevée, il va falloir le compléter et le « durcir » pour améliorer le fonctionnement de ces agences.

La crise financière internationale va conduire à élargir le champ de la réglementation prudentielle et de la supervision à des opérateurs et à des opérations jusqu'à présent non régulés ou mal régulés (pareille exigence vaut en particulier pour les États-Unis), ainsi qu'à resserrer le cadre réglementaire en matière de banque et de finance. Il faut le faire de façon pragmatique, sans excès et en évitant la tentation, inévitable au vu de la gravité de la crise, de la « surréglementation ». La ligne

de crête est étroite entre le risque de « sous-réglementation » et le danger de « surréglementation ». Le principal défi pour le G20, pour l'Europe et pour chaque pays va justement consister à placer le curseur au bon endroit dans la combinaison et la pondération de l'autorégulation, des codes de bonne conduite et de la réglementation au sens strict. Il est clair que le dosage entre ces différentes approches, plus complémentaires que concurrentes, dépend des questions traitées ; il n'a pas de raison d'être le même pour les paradis fiscaux, les normes comptables, le contrôle prudentiel des banques, les rémunérations des dirigeants, la régulation des dérivés de crédit...

La régulation des *credit default swaps*

Il existe aujourd'hui un large consensus pour mieux identifier et surveiller les marchés de gré à gré (OTC) d'instruments dérivés, qui représentent une sorte de « trou noir » de la finance mondiale. Les marchés organisés de ces instruments dérivés ne représentent qu'environ 11 % de l'encours déjà cité de 690 000 Md\$ à la fin de l'année 2009, laissant donc la part du lion (89 %) aux marchés OTC. S'il en est ainsi, alors que les marchés OTC sont plus risqués que les marchés organisés et par définition illiquides (puisque'il s'agit de relations bilatérales), c'est parce que la démarche du « sur mesure » est prédominante dans la finance mondiale et qu'elle l'est restée malgré la crise. C'est aussi parce que le passage par les marchés OTC permet aux opérateurs d'échapper à

des coûts nés des normes prudentielles en vigueur sur les marchés organisés (*deposit*, appels de marge...). Le « prêt-à-porter » constitué par les contrats standardisés des marchés organisés attire beaucoup moins les opérateurs. Il faut garder cela en tête à l'occasion des réformes en cours *via* le G20 et le CSF, car si la demande de « sur mesure » ne pouvait plus être pleinement satisfaite du fait des nouvelles règles, elle risquerait de l'être par d'autres voies consistant à contourner certaines réglementations. Je crois à la nécessité et à l'efficacité de la réglementation prudentielle dans le secteur bancaire et financier, mais l'expérience suggère que des réglementations trop contraignantes risquent d'être contournées. On retrouve l'équilibre délicat, déjà évoqué, entre la sous-réglementation et la surréglementation.

Jusqu'à présent, les CDS, comme les autres dérivés de crédit, relèvent du marché OTC. L'objectif, affiché dès le G20 de Londres et repris dans la réforme bancaire américaine (Dodd-Frank Act), est de les faire « migrer » vers des chambres de compensation pour gagner en transparence, renforcer le capital exigé des banques impliquées dans de telles opérations et réduire l'effet de levier. Les intentions sont donc claires et consensuelles, les moyens d'y arriver plus compliqués. Car il va falloir mettre sous surveillance voire réglementer une partie du marché OTC sans prétendre nier les raisons qui ont fait le succès de ce dernier. Les principales places financières ont engagé un bras de fer, chacune d'elles souhaitant récupérer l'essentiel de la compensation des CDS.

Dès le *krach* obligataire de 1994 s'était développé ce que j'appelle un « marché OTC plus », avec la mise en place de chambres de compensation privées entre grandes banques de Londres, de New York... pour faire le *clearing* de leurs opérations sur dérivés de change. La crise mondiale requiert d'aller plus loin et plus vite. Il y a là une voie nécessaire pour contenir l'essor de la complexité financière mal maîtrisée et certains débordements de la finance contemporaine, mais elle n'est certainement pas suffisante à elle seule.

LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE RÉELLE : QUELLES PERSPECTIVES ?

L'impact des nouvelles règles prudentielles

À la lumière des débats de l'année, force est de constater que chacun reste dans son rôle et qu'en conséquence, il est délicat de se faire dès maintenant une idée précise de l'impact du passage de Bâle II à Bâle III ou de la mise en place, en Europe, de Solvabilité II.

Les grands axes de Bâle III sont à peu près identifiés. Il s'agit de modifier Bâle II, actuellement en vigueur, sur des défauts criants mis en évidence par la crise : il convient de mieux réguler la titrisation par les banques, de les obliger à respecter des règles de liquidité en plus des ratios de solvabilité, de mieux calibrer les modèles internes, de réduire le caractère procyclique (ou déstabilisant) incorporé dans Bâle II (d'où l'accord au G20

pour promouvoir le provisionnement dynamique, conduisant les banques à faire des provisions quand tout va bien pour ne plus avoir à les faire quand tout va mal...)... Les axes de la réforme bancaire sont nombreux, sans même insister sur des points importants contenus dans la loi Dodd-Franck aux États-Unis (limitation de la spéculation par les banques...).

Le calendrier de Bâle III n'est pas définitif et le nouveau dispositif ne devrait pas s'appliquer pleinement avant 2013. Mais déjà, l'inquiétude pointe concernant ses conséquences pour le financement bancaire de l'économie réelle. D'un côté, les banques regroupées à l'Institut de finance internationale (IFI) soulignent les effets négatifs probables de tout cela sur la croissance. En réponse, le Comité de Bâle et le CSF ont publié en août 2010 une étude d'impact qui relativise sensiblement les conclusions de l'IFI. Il apparaît que les coûts macroéconomiques du passage à Bâle III sont « supportables, notamment avec des dispositifs de transition appropriés, tandis que les bénéfices à long terme seront substantiels ». Plus précisément, chaque point supplémentaire pour le ratio de fonds propres de base (tier 1) se traduirait, à moyen-long terme, par une perte de PIB de seulement 0,04 % par an par rapport à la trajectoire de croissance actuelle. De même, les exigences nouvelles en matière de liquidité bancaire n'auraient qu'un impact de 0,02 % par an sur la croissance. Sans prétendre trancher cette querelle importante et au cœur de l'articulation entre la finance et l'économie réelle, je ferai les remarques suivantes :

- un point d'accord concerne les canaux de transmission. C'est principalement *via* la hausse des taux d'intérêt débiteurs des banques que le nouveau dispositif va influencer sur l'investissement, la consommation, la production et l'emploi ;

- en matière de fonds propres, il faut éviter la surenchère entre les régulateurs et les marchés. Il convient bien sûr, à la lumière de la crise, de renforcer les exigences en fonds propres des banques et de surveiller de près leurs ratios de liquidité. Mais cette « course à l'échalote » enclenchée après la faillite de Lehman Brothers, dans laquelle les marchés (avant les régulateurs !) ont exigé des grandes banques internationales des ratios de tier 1 de 9 % à 10 %, n'a pas été et ne sera pas sans conséquences pour l'économie réelle ;

- la mise en place nécessaire de nouvelles règles de liquidité va forcément contenir le degré de « transformation » par les banques. Car elles ne pourront pas, autant qu'avant la crise, financer des emplois à long terme par des dépôts à court terme et cela aura des implications pour les financements longs (liés au développement durable, à la réalisation des infrastructures...) ;

- le resserrement prudentiel va inévitablement s'accompagner d'effets de distribution, les PME étant potentiellement perdantes dans cette affaire. Or en France comme dans nombre d'autres pays, les réserves de croissance et d'emplois abondent dans le tissu des PME et dans leur essor.

Un débat parallèle touche le monde de l'assurance, avec l'arrivée programmée de Solvabilité II. Il s'agit là, à la différence de Bâle III, d'une initiative purement européenne et l'Europe doit

éviter de se mettre un boulet au pied vis-à-vis du reste du monde. Il est encore temps d'améliorer cette directive européenne et d'éviter que les compagnies d'assurances se désengagent des marchés d'actions et du financement du long terme. Soyons clairs : le respect du calendrier que nous nous sommes fixé à nous-mêmes en Europe est, dans la durée, moins important que le contenu et les implications de la directive. C'est pourquoi il serait absurde de se laisser enfermer dans des contraintes de calendrier, alors que le texte doit être amélioré dans une direction plus favorable au financement de l'économie réelle par les compagnies d'assurances.

Comment mieux mobiliser l'épargne ?

Un meilleur recyclage de l'épargne aiderait au soutien de l'investissement, de la croissance et de l'emploi, donc de l'économie réelle par la finance. L'épargne est abondante dans le monde, en Europe et en France. Le taux d'épargne des ménages français a eu tendance à monter en 2009, sous l'effet des incertitudes liées à la crise. Proche de 16 % de leur revenu disponible (comme en Allemagne), il comporte une part non négligeable d'épargne de précaution. Le défi porte donc moins sur la quantité de l'épargne privée (épargne des ménages et des entreprises) que sur sa qualité : cette épargne est trop à court terme et trop frileuse. Comment attirer plus d'épargne vers le financement de l'investissement productif, du développement durable et des PME... ?

Il faut, condition nécessaire mais insuffisante, réduire les déficits et les dettes publiques pour que moins de cette épargne soit investie en titres publics. Il convient aussi, en combinant innovations financières et incitations, d'attirer plus d'épargne vers des placements à long terme. Quand je parle ici d'innovations financières, j'ai en tête non pas des produits financiers complexes et « illisibles » du point de vue des risques impliqués, mais des instruments transparents et branchés sur un horizon de gestion de moyen-long terme. En France, il va falloir remettre à plat ce qui a été mis en place depuis quelques années (FCPR - fonds communs de placement à risque -, FCPI - fonds communs de placement dans l'innovation -, FIP - fonds d'investissement de proximité -...), quitte à conserver les formules les plus efficaces, à en supprimer ou à en regrouper d'autres et à en introduire de nouvelles.

Un défi spécial consiste à attirer plus d'épargne privée vers le financement des PME, afin de disposer en France d'une population beaucoup plus fournie d'ETI (entreprises de taille intermédiaire). La formule ISF/PME a donné jusqu'à présent des résultats significatifs. Par ailleurs, l'économie réelle bénéficierait directement de l'essor du financement du non coté, spécialement de celui du capital-risque et du capital-investissement, alors que la structure du capital-investissement (*private equity*) en France a vu jusqu'en 2008 l'essentiel des fonds investis aller vers le capital-transmission (LBO - *leverage buy-out*). Parmi les objectifs du grand emprunt, le financement des PME en général

et des PME dans les nouvelles technologies en particulier figure en bonne place. D'où le renforcement des capacités d'intervention du groupe Oséo.

En évoquant de nouvelles incitations, simplifiées et mieux ciblées, pour attirer plus d'épargne vers l'investissement, le financement de l'innovation et le long terme, je n'oublie pas le contexte budgétaire des prochaines années, en particulier la réduction nécessaire des niches fiscales. Mais renforcer certaines de ces niches dont peut profiter l'épargne à long terme est compatible avec le recul du montant total des niches, à condition d'être sélectif et de garder en priorité celles favorables à l'économie réelle.

La gouvernance d'entreprise : l'ère des défis

La déconnexion finance/économie réelle a été alimentée par le contexte macroéconomique (taux d'intérêt bas avant la crise, encore plus modiques depuis, politiques monétaires nécessairement accommodantes...) et elle s'est illustrée également par des rendements financiers exigés (ROE - *returns on equity*) déconnectés de la croissance réelle. La crise mondiale sert, en l'espèce, de force de rappel, mais à coût social élevé et à efficacité réduite car si le ROE dans un certain nombre de secteurs (dont la banque) a reculé, passant de 20 %-25 % par an à 10 %-15 %, dans le même temps, la croissance du PIB a baissé pour même devenir négative (dans les pays les plus avancés) en 2009. Ainsi, l'écart entre le ROE et le taux de croissance s'est moins resserré qu'attendu.

Parler du ROE constaté ou exigé, c'est évoquer les objectifs et les contraintes des entreprises (y compris financières) face aux investisseurs et aux marchés financiers. Par plusieurs aspects, cette question, de nature économique, financière, mais aussi éthique, est liée à celle de la *corporate governance*.

Jusqu'à présent, le G20 a fait des propositions et enclenché des initiatives concernant la gouvernance et la régulation macroéconomiques. Il n'a pratiquement rien dit, ni fait en matière de gouvernance micro-économique. On peut le comprendre, si l'on rappelle que tout ce qui touche à la gouvernance d'entreprise relève avant tout de la compétence nationale (même dans l'Union européenne) et des valeurs culturelles et sociétales de chaque pays. Cela dit, la crise mondiale enclenchée est par certains traits dans la lignée de l'affaire Enron et des scandales comptables des années 2001-2002. Dans les deux épisodes, certains des défis à relever sont identiques : renforcer la transparence de l'information financière, améliorer la gouvernance d'entreprise et réduire certains conflits d'intérêts. Au début des années 2000, les réponses ont été fournies par la loi Sarbanes-Oxley (États-Unis), la loi de sécurité financière (France)... À la lumière de la crise mondiale actuelle, il va falloir adapter et renforcer tous ces textes et le mouvement n'est même pas amorcé... Il faut le faire en abordant à nouveau le rôle et la composition des conseils d'administration et des comités spécialisés, la place des administrateurs indépendants, la fonction des commissaires aux comptes... et en partant de l'idée

que sur ce thème de la *corporate governance* comme sur pas mal d'autres, il faut combiner la réglementation, des codes de bonne conduite, mais aussi une part d'autorégulation. Qu'il s'agisse des rémunérations, de la maîtrise des

risques et des systèmes de responsabilité (*accountability*), tout ne peut pas venir d'en haut. Au plan juridique et éthique, la crise mobilise aussi la responsabilité des individus et des entreprises.