

**LE POINT DE VUE DE JEAN-JACQUES OHANA**

# Nous sommes tous des spéculateurs

Les responsables politiques européens se sont récemment élevés contre les « attaques » des spéculateurs contre les dettes européennes. Que recouvre ce mot de spéculateurs, que désignent précisément ces attaques, s'agit-il d'un complot savamment préparé ? Nous ne le saurons jamais car il apparaît que ces concepts sont proches du néant, du degré zéro de la réflexion critique. Ces déclarations relèvent au mieux d'un artifice de communication populiste pour trouver des responsables à nos soucis de dette publique, au pire d'une compréhension approximative de la notion même de marchés financiers.

Si les « hedge funds » très actifs sur le marché des changes ont contribué à la chute récente de l'euro (ajustement monétaire nécessaire qui n'est pas un mal en soi), leur implication dans la hausse des rendements des dettes grecque, portugaise et espagnole au travers des « credit default swaps » (CDS) n'est pas probante. Darrell Duffie, professeur à l'université de Stanford, récemment entendu par la Chambre des représentants, a étudié la structure des positions ouvertes sur les marchés des CDS. Sa conclusion est limpide : les paris en jeu sur les dettes souveraines européennes restent modérés et n'ont pas évolué récemment. Ainsi, 97 % des positions des acteurs sur les marchés des CDS correspondaient, selon lui, à la couverture d'obligations souveraines.

Que se passe-t-il sur les dettes européennes ? Au niveau macroéconomique, la zone euro, dans sa globalité, affiche un déficit public de 6,9 % du PIB et un ratio de dette sur PIB de 84 %. Ces performances sont loin d'être les plus mauvaises parmi les pays du G10. A première vue, une injustice semblerait frapper les pays de la zone euro par rapport aux situations budgétaires américaine, britannique et japonaise. Néanmoins, les disparités en zone euro ont atteint un paroxysme insoutenable dans le contexte de la monnaie unique. La Grèce, le Portugal et l'Espagne conjuguent tous un déficit public de plus de 10 % du PIB avec un déficit extérieur chronique d'environ 10 % sur les cinq dernières années. Ce double déficit traduit une situation précaire des finances publiques, aggravée par le recours massif à l'épargne extérieure.

Cet appel aux créanciers étrangers (essentiellement européens) a permis aux pays du sud de l'Europe de financer des déficits à moindres frais pendant près de dix ans. Endettements public et privé en euro ont permis une croissance artificielle en creusant le différentiel de compétitivité entre l'Allemagne et ses partenaires. Les détenteurs de

dette grecque, portugaise, italienne sont notamment les institutions financières allemandes et françaises. Par exemple, le montant notionnel de dette grecque, portugaise et espagnole détenu par les institutionnels français représente près de 14 % du PIB de la France, selon les données de la Banque des règlements internationaux (BRI).

Sans surprise, les agences de notation se sont posé (un peu tard, il est vrai) la question légitime de la soutenabilité des finances publiques des pays du sud de l'Europe. Comment ces derniers peuvent-ils s'en sortir dans le cadre de la politique monétaire rigide de la Banque centrale européenne (BCE) ? Comment un plan d'austérité est-il possible alors que le chômage y est élevé et l'endettement privé saturé ? Les banques de réseau locales seraient en effet les premières victimes d'un plan de rigueur, qui provoquerait une déflation et une augmentation

## Les détenteurs de dette grecque, portugaise, italienne sont notamment les institutions financières allemandes et françaises.

des défauts du secteur privé. Comme la gouvernance de la zone euro est inexistante pour traiter des cas d'insolvabilité de ses pays membres, les détenteurs de dettes souveraines européennes ont perdu confiance quand les agences de notation ont dégradé la note des pays les plus à risque. Banques et assureurs doivent faire face aux réglementations procycliques de la « fair value » et des ratios de solvabilité prudentiels, qui n'offrent comme alternatives que la liquidation des positions en dette souveraine à risque, leur couverture en CDS ou une recapitalisation immédiate. Les dettes allemandes et françaises ont servi de valeur refuge aux institutionnels européens.

Les marchés financiers sont sujets à des discontinuités, des effets auto-amplificateurs et des mécanismes de contagion entre leurs sous-parties. Ainsi, lorsque la liquidité se tarit sur des actifs aussi essentiels que les dettes souveraines, le financement interbancaire se contracte à son tour, rendant possible une crise financière où la solvabilité des établissements financiers est menacée. Seul un processus de restructuration de la dette et de sortie de crise pour les pays insolubles permettrait de mettre fin à cet engrenage morbide.

De manière plus profonde, cette nouvelle crise doit être l'occasion de s'interroger sur le processus de financiarisation de l'écono-

mie qui a été conduit à marche forcée dans le but affiché de fluidifier le financement des acteurs économiques et financiers. Un marché hypothécaire géant aux Etats-Unis a contribué au surendettement des ménages pendant les années 2000. Les entreprises et les Etats se financent en grande partie sur les marchés de dette qui, par l'entremise d'une bulle gigantesque du crédit, ont mené à un endettement aujourd'hui insoutenable. Les banques assurent une grande partie de leur financement sur le marché monétaire et s'appuient de moins en moins sur les dépôts pour octroyer du crédit ou faire fonctionner leur banque d'investissement.

Cette financiarisation accroît les connexions entre les actifs financiers et les relations entre les acteurs, qu'ils soient des Etats, des entreprises, des banques ou des fonds d'investissement. En recherchant dogmatiquement l'accroissement de liqui-

dité sur les marchés, nous avons créé une finance mondialisée propice à la construction de bulles simultanées sur tous les actifs financiers et représentant un vecteur d'instabilité politique, économique et social. Ainsi, après avoir longuement profité de marchés financiers complaisants et mouliniers qui leur ont permis de s'endetter jusqu'à l'indigestion, les Etats souverains doivent maintenant composer avec des troupes de créanciers saisis de panique. Au lieu de s'en prendre vainement aux « spéculateurs », les dirigeants politiques doivent promouvoir un modèle économique moins financiarisé nous mettant à l'abri des bulles, des krachs et des faillites bancaires. Un code international de déontologie financière engageant moralement et pénalement chaque intervenant, une transparence accrue sur les marchés financiers, la suppression pure et simple des opérations de gré à gré, la séparation des activités bancaires et une taxe Tobin sur les transactions sont des pistes pour remédier à l'hypertrophie de la sphère financière. Certes, la croissance du crédit en serait contrariée, mais les crises seraient mieux circonscrites et nos sociétés rendues plus résilientes.

Jean-Jacques Ohana est cofondateur de Riskelia, cabinet de conseil en intelligence des risques de marché.