

Le retour de l'Etat, la solution aux dérapages du marché ? Six économistes répondent

LE MONDE | 17.10.08 | 14h40

MICHEL AGLIETTA, PROFESSEUR À PARIS-X-NANTERRE

"Les mécanismes d'autorégulation des marchés ont montré leurs limites. Les banques centrales ont dû remplacer un marché de gros de la liquidité qui a cessé de fonctionner par des lignes coordonnées de crédit. Elles ont aussi tenté de conjurer la récession par une baisse coordonnée des taux d'intérêt directeurs.

Mais les Etats vont avoir un rôle à jouer par rapport à ce que j'appelle un "effet de second tour" : la récession va engendrer une baisse de la demande privée et une diminution des profits. Les banques pourraient ne pas supporter de nouvelles couches de mauvaises dettes venant des entreprises. D'où la nécessité pour les Etats de renforcer leur capital très rapidement.

Les autorités monétaires sont aujourd'hui en droit d'imposer une régulation plus stricte pour éviter le retour d'un endettement excessif. Elles devront étendre le contrôle prudentiel à des entités financières actuellement non régulées et imposer au hors bilan les mêmes règles qu'au bilan. Dans une finance globalisée, ces règles doivent être adoptées aussi par les pays émergents. Sans parler des places offshore.

Quant aux banques centrales, il faut qu'elles se dotent d'outils capables d'enrayer les bulles. Dans la phase euphorique du cycle, elles doivent pouvoir freiner l'expansion excessive du crédit par des exigences en capital qui augmentent avec la croissance du crédit. Il s'agit d'un outil contracyclique qui accompagnerait le taux d'intérêt à la poursuite d'un double objectif de stabilité financière et monétaire."

HENRI STERDYNIAK, PROFESSEUR À PARIS-IX-DAUPHINE

"Les banques ont pour fonction de permettre un financement régulier et satisfaisant de l'économie. Elles se sont détournées de cette activité essentielle pour aller chercher un surcroît de rentabilité sur les marchés financiers. L'instabilité des marchés financiers a provoqué en retour un choc injustifiable sur les marchés boursiers et ceux des changes. L'Etat a aujourd'hui les cartes en main pour restructurer le système bancaire et assurer un financement satisfaisant des entreprises et des ménages. Mais il est à craindre que dans trois ou quatre ans, après avoir fait payer ce sauvetage au contribuable, l'Etat laisse de nouveau les banques libres d'agir comme elles l'entendent."

GILLES ETRILLARD, PRÉSIDENT DU FONDS LFPI, FONDATEUR DE LA "REVUE FRANÇAISE D'ÉCONOMIE"

"Il est faux de dire qu'un quelconque retrait de l'Etat serait à l'origine de la crise. Les réglementations strictes du secteur bancaire n'ont pas permis d'éviter la crise. Elles ont au contraire encouragé une externalisation du risque bancaire et permis, grâce à une liquidité excessive de la politique monétaire américaine, une distribution laxiste du crédit. Ces règles n'ont pas empêché le retour en boomerang des crédits douteux au sein des établissements bancaires.

Ce sont bien les banques qui sont au cœur de la tourmente et bien moins les véhicules d'investissement non réglementés. La panique des derniers jours n'a aucun sens. Les Etats ont donc eu raison d'intervenir puisque leur sagesse est à proportion de leur pérennité... Les crises de confiance bancaires ne se règlent que par un prêteur en dernier ressort comme les banques centrales, mais les Etats ont dû se substituer à elles pour apporter une garantie généralisée. On doit espérer que leur présence au capital des banques ne sera que partielle et temporaire. Au sein de l'Union européenne (UE), seuls les Etats nationaux sont à même de supporter les risques de leurs établissements et l'Europe ne saurait participer à un effort dit global qui aboutirait à faire supporter au contribuable européen la facture que son homologue et ami américain doit payer."

JEAN-PAUL POLLIN, PROFESSEUR À L'UNIVERSITÉ D'ORLÉANS

"On a trop facilement admis que les marchés étaient capables de s'autoréguler. Or la crise actuelle montre la limite de cette croyance.

Les banques centrales ont été obligées d'accepter des créances de qualité douteuse pour assurer la liquidité des banques et sont intervenues sur le marché des billets de trésorerie (créances de court terme émises par les entreprises). Les Etats ont racheté des créances "toxiques" pour solvabiliser les établissements financiers.

Sans ces interventions centralisées, les marchés monétaires et financiers auraient cessé de fonctionner. Or ces défaillances ne sont pas étrangères à la théorie économique. Cette crise de liquidité montre qu'il existe des "externalités" entre les intervenants sur les marchés. C'est-à-dire que les opérations des uns contraignent les opérations des autres, entraînant un déséquilibre cumulatif, que seule une intervention publique peut freiner.

Par ailleurs, l'opacité induite par la titrisation des créances a engendré une défiance généralisée entre institutions financières. Et l'on sait que lorsque les acheteurs et les vendeurs ne sont pas équitablement informés, le marché peut s'effondrer.

L'intervention obligée de l'Etat et des banques centrales a pour nécessaire contrepartie un retour à la régulation. Il faudra imposer un meilleur contrôle des risques, des exigences de liquidité, une révision des systèmes de rémunération, une séparation entre activités de marchés et activités bancaires... Soit des conditions essentielles au retour de la confiance."

GUNTHER CAPELLE-BLANCARD, PROFESSEUR À PARIS-I-PANTHÉON-SORBONNE

"Le retour de l'Etat ? Mais il n'a jamais quitté le secteur. Le secteur bancaire est l'un des plus réglementés, précisément en raison de la contrainte qu'a l'Etat de pérenniser le système bancaire. Le risque ne surgit pas forcément là où on l'attend. En 2006, nombreux étaient ceux qui estimaient que les hedge funds (*fonds spéculatifs*) représentaient un facteur de risque systémique. On voit aujourd'hui qu'ils ne sont pas le maillon faible.

Le maillon faible, c'était la titrisation, c'est-à-dire la possibilité laissée à un prêteur de disséminer ses risques. La titrisation a été l'un des moteurs de la bulle immobilière aux Etats-Unis. Pour corriger le système, l'idée n'est pas d'interdire la titrisation, mais d'empêcher celui qui titrise de vendre la totalité du risque qu'il a créé. Il doit en conserver une partie pour lui.

Jusqu'à aujourd'hui, on pensait que le risque systémique provenait de la concentration des risques sur des établissements trop gros. Alors, on a privilégié la dispersion des risques. Mais à trop disséminer les risques, on ne sait plus qui supporte quoi.

Les pistes de réflexion sur l'encadrement de la prise de risque sont multiples. Elles passent aussi par le contrôle des rémunérations. Donner des primes phénoménales aux traders alors qu'ils n'assument pas personnellement les risques n'a pas de sens. Mieux vaudrait calculer les bonus sur la durée plutôt que sur une année."

MARIO DEHOVE, ENSEIGNANT À PARIS-IX-DAUPHINE

"L'Etat joue aujourd'hui son rôle de prêteur et investisseur en dernier ressort. Les nationalisations qui ont lieu ici ou là signent-elles pour autant un retour du dirigisme ? Non. Non seulement, l'intervention de l'Etat demeure dans un registre classique, mais c'est l'Etat qui vient au secours du marché et qui en est devenu l'otage.

Toutefois, si la crise s'aggravait et pénétrait le marché des changes, alors les choses pourraient changer. Mais pour l'instant, nous ne sommes pas dans ce que les économistes appellent une crise jumelle, où l'on voit une crise bancaire et une crise de change éclater ensemble. Dans cette situation, la position de la banque centrale est très délicate, car elle doit monter les taux pour protéger la monnaie et baisser les taux pour aider les banques.

Tant que l'euro et le dollar ne rentrent pas en crise, il n'y a pas lieu de réorganiser le système monétaire international. Nous restons aujourd'hui dans des limites que le système sait gérer.

En revanche, des perspectives de régulations nouvelles sont ouvertes sur les activités hors bilan des banques. Il faudra relever à nouveau les frontières qui avaient été érigées entre banques et finances de marché. On a cru longtemps que l'autorégulation pouvait normer le système. C'est faux. Les banques elles-mêmes ont cédé à la panique par un "run" qui a fermé les guichets interbancaires. L'idée que les marchés financiers peuvent s'autoréguler est une illusion. Il est aussi urgent que l'Etat ou l'UE crée une agence chargée d'intervenir sur les marchés financiers pour les stabiliser et d'organiser la traçabilité des produits financiers qui y circulent."

Propos recueillis par Yves Mamou

Article paru dans l'édition du 18.10.08