

A S S E M B L É E N A T I O N A L E

X I I I ^e L É G I S L A T U R E

Compte rendu

Commission d'enquête sur les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies

- Audition, *ouverte à la presse*, de M. Édouard Tétreau, auteur du livre *Analyste : au cœur de la folie financière*, gérant de MEDIAFIN

Mercredi

6 octobre 2010

Séance de 19 heures 40

Compte rendu n° 9

SESSION ORDINAIRE DE 2010-2011

Présidence

M. Henri

Emmanuelli, Président



L'audition débute à dix-neuf heures quarante.

M. le président Henri Emmanuelli. Monsieur Tétreau, je vous remercie d'avoir répondu à l'invitation de la commission d'enquête parlementaire sur les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies.

Professionnel de la finance, vous avez exercé des fonctions d'analyste dans divers établissements bancaires à Paris, Londres et New York, et vous avez été administrateur de la Société française des analystes financiers. En 2005, vous avez publié *Analyste : au cœur de la folie financière*, ouvrage qui donne votre vision, plutôt critique, du fonctionnement des marchés financiers et des bulles spéculatives. Votre dernier livre, *Vingt mille milliards de dollars*, paraît aujourd'hui même.

Qu'est-ce ce qui vous paraît le plus aberrant dans la spéculation actuelle ? Avez-vous des suggestions pour y remédier ?

M. Édouard Tétreau prête serment.

M. Édouard Tétreau. J'aborderai ce vaste sujet en partant de l'actualité.

J'ai le sentiment que « l'affaire Kerviel » a servi à escamoter le véritable procès, qui aurait dû être celui de l'un des deux principaux mécanismes de spéculation, à savoir la finance de marché. Cette finance-là, je la connais particulièrement bien, puisque j'ai été analyste financier au Crédit lyonnais durant les années de la bulle Internet – j'ai suivi, à cette occasion, l'évolution de la valeur des titres Vivendi Universal et l'on a dit que mes notes avaient anticipé les dérapages ultérieurs ; par ailleurs, je viens de travailler durant trois ans, à New York, avec des fonds d'investissement.

Même si Jérôme Kerviel parvenait à payer la somme qui lui est réclamée, cela ne réglerait pas pour autant le vrai problème, puisque le coupable multirécidiviste a été remis en liberté il y a deux ans : je veux parler des banques d'investissement, qui ont été refinancées par les États – c'est-à-dire vous et moi. Ces banques sont aujourd'hui dans la confusion des genres. Elles ont argué d'un besoin vital pour l'économie d'assurer la liquidité sur les marchés pour obtenir un plan de sauvetage aux États-Unis et en Europe ; mais au lieu d'allouer cette masse de liquidités à l'économie réelle, elles se sont empressées de la rediriger vers les activités spéculatives. Il faut dire que, pour certaines banques de marché, les retours sur investissement étaient de 40 voire 70 % entre 2006 et 2007, pouvant même atteindre un pic supérieur à 100 % : à part le trafic de drogue, aucune autre activité n'offre de tels rendements !

Le refinancement des banques a atteint des niveaux démesurés : le plan de sauvetage américain s'élève à 700 milliards de dollars et, en additionnant les différents plans nationaux, on dépasse ce niveau en Europe. Où va cette liquidité ? L'injecter dans l'économie réelle n'intéresse plus les banques, car les marges sont bien plus attractives du côté des *hedge funds* ou des activités à effet de levier. Dans le cadre des échanges sur les devises – le *currency trading* (échanges sur les devises) –, une banque commerciale obtiendra une marge bien supérieure en armant un *hedge fund* pour une opération d'aller-retour, plutôt qu'en aidant une entreprise à se couvrir contre un risque de change.

Les banques sont dans la confusion des genres depuis la suppression du *Glass-Steagall Act*. On a amalgamé des activités essentielles pour nos économies avec les activités

dites « d'investissement », dont beaucoup relèvent de la pure spéculation – même si certaines sont indispensables au bon fonctionnement des entreprises : ainsi, une société qui doit aller sur les marchés pour financer sa dette aura besoin d'arrangeurs de dette ; de même, les opérations de fusion-acquisition sont indispensables.

Paul Volcker a donc engagé l'administration Obama à élaborer un nouveau *Glass-Steagall Act*, mais il a échoué en raison du lobbying de Wall Street – il faut savoir que les deux industries qui ont le plus versé d'argent en lobbying à Washington en 2009 sont la santé, avec 900 millions de dollars, et la finance, avec 600 millions de dollars. Résultat : la *Volcker Rule* a été enterrée.

La partition entre ces deux types d'activité ne sera pas simple, mais elle est vitale. Malheureusement, je crains qu'il ne faille attendre une nouvelle crise pour qu'on finisse par l'admettre.

Dans son dernier rapport semestriel, le FMI, s'inquiétant de la fragilité du système financier mondial, recommande aux États de continuer à renflouer les banques, afin qu'elles puissent irriguer davantage les économies. Mais avec quel argent ? *Vingt mille milliards de dollars*, titre de mon dernier livre, reprend l'estimation, fondée sur des hypothèses très optimistes, de la dette publique américaine en 2020 ! Car, contrairement à ce que l'on a voulu nous faire croire au moment de la crise de l'euro, la situation des finances publiques est encore plus dramatique aux États-Unis qu'en Europe.

M. le président Henri Emmanuelli. Mais ils ont la première armée du monde !

M. Édouard Tétreau. Surtout, ils ont le dollar ! Le jour où l'euro sera une alternative crédible au dollar, les choses changeront pour le meilleur.

Pour bien comprendre les mouvements de spéculation actuels, il faut remonter à la source, c'est-à-dire au désordre des monnaies. Selon la Banque des règlements internationaux, il s'échange, chaque jour, plus de 4 000 milliards de dollars sur le marché des devises, ce qui représente, sur une année, un volume de transactions de près de 1 500 000 milliards de dollars, soit quasiment vingt-cinq fois le PIB mondial. C'est n'importe quoi ! Le marché des devises ne répond plus aux besoins de l'économie réelle : il s'agit d'une pure création monétaire, qui entretient de nombreuses bulles.

Prenons l'exemple du « *yen carry trade* » : les investisseurs internationaux achètent en masse une devise dont les taux d'intérêt sont extrêmement bas, puis placent cette « piscine de liquidité » dans une devise qui rapporte davantage. Pendant deux ou trois ans, ils font « travailler » l'argent sur des actifs immobiliers ou des actifs d'entreprise ; le jour où ils estiment que leur plus-value est suffisante, ils s'en vont. Les agents économiques locaux pensaient que la valeur du marché intérieur avait augmenté, les banques avaient accordé des prêts, bref, il y avait eu un effet de richesse – et voilà que, du jour au lendemain, l'argent disparaît. Voilà comment l'on fait « tomber » un pays. C'est ce qui s'est produit en Asie du sud-est en 1997-1998.

Les États commencent à percevoir le danger. Aujourd'hui, ce n'est plus le yen, mais le dollar qui porte des taux d'intérêt extrêmement bas, inférieurs à 0,25 %. Les investisseurs en achètent pour faire des placements au Brésil, où les taux d'intérêt sont plus élevés en raison de l'inflation. C'est pourquoi le Brésil, voyant ce phénomène se développer, a décidé de revenir à une forme intelligente de contrôle des changes.

Est-ce une hérésie ? Il est évident que vous ne pouvez pas mettre en œuvre une telle politique si votre marché intérieur est insuffisant. Mais ce n'est pas le cas de l'Europe,

dont le PIB est supérieur à celui des États-Unis et dont le marché intérieur est d'une profondeur et d'une vitalité que l'on a tendance à oublier !

Le FMI a tiré, avec raison, la sonnette d'alarme en faisant le diagnostic d'une possible « guerre des devises ». Le prochain G20 aura pour objectif de proposer des solutions crédibles pour remettre de l'ordre dans ce qui est pour moi la principale source de déstabilisation des économies dans le monde. Les mêmes causes risquant de produire les mêmes effets, il y a urgence. N'attendons pas une nouvelle crise pour admettre cette évidence que la banque est une activité tellement importante qu'il en faut deux : d'un côté, la banque nourrie par les dépôts des épargnants, qui irrigue nos économies, et, de l'autre, la banque d'investissement et de spéculation.

C'est ce que nous avons suggéré l'année dernière dans la première note de l'Institut Montaigne, rédigée dans la perspective du G20. Vu le contexte de crise, nous avons même proposé de compléter ce dispositif par des incitations fiscales, sous la forme d'une exonération temporaire des impôts sur les résultats des banques commerciales et d'un taux d'imposition de 60 à 80 % sur ceux des banques d'investissement, de manière à hausser les marges des premières. Malheureusement, aucune de nos propositions n'a été retenue.

Je reviens des États-Unis. En 2008, j'avais eu le sentiment d'une prise de conscience que le système était en train d'imploser, mais, deux ans plus tard, on retrouve les mêmes ingrédients à l'œuvre. Les banques ont reconstitué très vite leurs niveaux de profit sur leurs activités de spéculation. Rien n'a changé – à une exception près : le jour où la prochaine crise éclatera, les États n'auront plus les moyens d'intervenir.

M. le président Henri Emmanuelli. Votre exposé est désespérant !

M. Édouard Tétreau. Il ne s'agit pas de faire du catastrophisme : bien qu'aucun des problèmes de stabilité bancaire mondiale n'ait été réglé durant ces deux dernières années, il n'est pas trop tard pour agir.

La réponse ne saurait être nationale. En revanche, il me semble que l'on a sous-estimé le potentiel de l'Europe, qu'il s'agisse de la profondeur et de l'importance de son marché comme de sa capacité à se doter d'instruments de protection efficaces et d'édicter des règles conformes à ses projets économiques et sociaux.

M. le président Henri Emmanuelli. Personnellement, j'abonderai dans votre sens : j'ai l'impression que la principale occupation des élites européennes est de sous-estimer l'Europe – et pas seulement en matière monétaire. Dans le domaine commercial, il est difficile de trouver plus naïfs et plus accommodants que nous !

M. Jean-François Mancel, rapporteur. Un écrivain peut le faire plus facilement qu'un membre d'une grande institution ou qu'un professeur d'université, mais vous avez très clairement désigné les banques comme les coupables de la crise financière ; vous avez également évoqué les conséquences de la spéculation sur le marché des changes. Au-delà de ce constat, pensez-vous qu'il existe des solutions, sachant que même M. Volcker a échoué à séparer de nouveau les métiers bancaires – une idée chère également au président Emmanuelli ?

Par ailleurs, il ne faudrait pas tomber dans la simplification, en évoquant le jeu de forces obscures ou la fatalité de la cupidité. Ne peut-on pas identifier les blocages et les résistances ? Le pouvoir des banques est-il tel que l'on ne puisse rien faire ? Pourquoi ne pourrait-on pas mieux réguler le marché des changes ?

Français, Européens, Américains, institutions diverses, actuellement, chacun y va de sa proposition. Pensez-vous que ce soit une bonne chose ou n'est-ce qu'un rideau de fumée ?

M. Édouard Tétreau. Monsieur le rapporteur, je ne suis pas un écrivain : j'écris des livres, mais mon activité principale est de conseiller des dirigeants d'entreprises et des institutions financières dans leurs stratégies d'investissement. À la différence des acteurs « court-termistes », les institutions pour lesquelles je travaille sont proches des entreprises, qui créent des emplois et de la valeur durable.

M. le rapporteur. Notre commission cherche précisément à savoir comment ramener vers l'économie réelle les liquidités égarées dans les activités de spéculation.

M. Édouard Tétreau. Par ailleurs, je n'ai pas dit que les banques étaient coupables, mais qu'elles étaient dans la confusion des genres depuis que l'on avait levé la barrière indispensable entre leurs deux grands types d'activités.

Du fait des lois du marché, des obligations de rendement et de la pression des actionnaires, les banques sont incitées à spéculer sur le court terme. Le dirigeant d'une grande banque française l'avait expliqué au moment de la crise : pour reconstituer leurs profits et disposer de liquidités, les banques ont besoin de se livrer à des activités de marché rentables ; ce n'est qu'ensuite qu'elles peuvent investir dans l'économie réelle.

Le problème, c'est que les actuelles incitations fiscales ne sont pas pertinentes. Si un investisseur sait qu'en agissant sur le court terme, il ne courra aucun risque et obtiendra des rendements de l'ordre de 60 à 80 %, mais qu'en agissant sur le long terme, sa marge sera faible et le risque maximal, il ne faut pas s'étonner que les banques se transforment progressivement en courtiers, organisant des opérations sur les marchés pour répercuter le risque sur d'autres secteurs de l'économie, en utilisant des dérivés de crédit.

M. le président Henri Emmanuelli. Peut-on dire qu'en raison de la disparition de la distinction entre banques d'investissement et banques de dépôt, les banques aient été incitées, pour des raisons de rendement, à spéculer sur leurs fonds propres plutôt qu'à accorder aux agents économiques du crédit à moyen et à long terme ?

M. Édouard Tétreau. C'est tout à fait exact. Le problème, c'est que le phénomène se reproduit à nouveau.

Ce qui se passe n'a rien à voir avec une quelconque théorie du complot. Le 6 mai 2010, lors du « flash krach » à la Bourse de New York, 1 000 milliards de dollars ont été effacés en valeur boursière en l'espace de vingt minutes. Après quatre mois d'enquête, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) et la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) ont conclu qu'il n'y avait eu aucune erreur technique, mais que le krach était la conséquence de l'exécution très rapide d'un ordre de transaction massive ; à Wall Street, les deux tiers des transactions boursières sont en effet exécutées par des algorithmes, c'est-à-dire des robots, qui fractionnent les ordres au millième de seconde. Quelle autorité de marché, même supra-équipée, peut contrôler des flux si rapides ? Comment, dans ces conditions, détecter des pratiques de *front running* ? Si un client donne l'ordre d'acheter pour 100 millions d'actions, rien n'empêchera sa banque, avec un bon algorithme, d'acheter le titre sur ses fonds propres juste avant ! Aucune autorité de marché dans le monde ne dispose de l'équipement nécessaire pour contrôler et sanctionner une manœuvre de ce type.

M. le président Henri Emmanuelli. Je suis stupéfait par la vitesse avec laquelle les banques ont reconstitué leurs profits, qui est sans commune mesure avec la croissance de l'économie. Lorsque nous auditionnerons les membres de l'Autorité de contrôle prudentiel,

qui vient de remplacer la Commission bancaire, il serait intéressant de leur demander s'ils distinguent les bénéficiaires qui proviennent des opérations de banque classique et ceux qui proviennent des activités de spéculation.

M. Édouard Tétreau. Devant une commission américaine similaire à la vôtre, M. John Paulson, qui est devenu une star aux États-Unis pour avoir anticipé la crise des *subprimes* et celle de l'euro, a souligné que sa société financière avait multiplié par dix le nombre de ses employés en trois ans et en a conclu qu'elle contribuait à la bonne santé de l'économie américaine. J'ai vérifié les chiffres : de fait, les effectifs de Paulson & Co. sont passés de 7 à 70 personnes...

On parle beaucoup de *jobless recovery*. Les banques centrales ont réagi à bon escient, en n'hésitant pas à prendre des risques ; les banques commerciales étaient prêtes à faire leur travail. Le problème, c'est que la masse de liquidités disponibles a été très vite siphonnée et placée au mauvais endroit.

Je ne suis pas d'accord avec le FMI quand il recommande aux États de continuer à recapitaliser les banques. Les États n'en ont plus les moyens et, de toute façon, le problème n'est pas là : il est urgent de restructurer l'industrie financière, de rétablir des barrières entre les activités, voire de mettre en place des incitations fiscales – même si je reconnais que celles que nous avons préconisées dans la note de l'Institut Montaigne peuvent paraître extrêmes. Sinon, nous irons droit à une nouvelle crise.

M. Jean-Yves Cousin. Quels outils pourrait-on utiliser pour éviter les mouvements spéculatifs sur les monnaies ?

Mme Arlette Grosskost. Les activités de spéculation correspondent essentiellement à des investissements à trop court terme. Or il existe en France une institution, la Caisse des dépôts et consignations, dont la fonction est de réaliser des investissements à long terme. Ne serait-il pas envisageable de créer un tel outil à l'échelle européenne ?

M. Édouard Tétreau. Madame la députée, l'histoire économique nous enseigne que le guichet unique ne fonctionne pas. Les effets pervers potentiels sont très forts.

En revanche, il existe en abondance, en France et en Europe, des investisseurs privés de très long terme : les compagnies d'assurance. Malheureusement, la nouvelle réglementation européenne les incite à investir à court terme, puisque les ratios de solvabilité imposés par *Solvency II* les obligent à réduire leur exposition sur les marchés d'actions et à acquérir davantage d'obligations d'État. De ce fait, elles ne peuvent plus remplir leur rôle naturel d'investisseur de long terme pour les entreprises.

N'oublions pas les « mains longues » privées et donnons-leur une réglementation adéquate. Il me semble que c'est un combat que la représentation nationale peut mener en Europe. Je vous renvoie, sur ce sujet, à l'interview qu'Henri de Castries a accordée il y a quelques semaines au journal *Les échos*.

M. le président Henri Emmanuelli. M. de Castries est très impliqué ! Nous n'avons pas tout à fait la même optique...

M. Édouard Tétreau. S'il y avait plus d'Henri de Castries à la tête des institutions financières françaises et européennes, nos économies se porteraient mieux !

M. le président Henri Emmanuelli. La réglementation actuelle ne vise qu'à empêcher ces acteurs de s'exposer sur des marchés dangereux. Les obligations rapportent moins, mais elles sont moins risquées.

M. Édouard Tétreau. Certes, mais il y a un effet pervers : les entreprises du CAC 40 et du SBF 120 ne pourront plus trouver d'investisseurs « long-termistes » en Europe.

M. le président Henri Emmanuelli. Ils peuvent aller sur le marché obligataire !

M. Édouard Tétreau. Cela ne remplace pas les actions ! Qui détient le capital détient le pouvoir ; or *Solvency II* revient à accepter que les plus grandes entreprises européennes soient contrôlées par le reste du monde. Je ne crois pas que ce soit bénéfique.

S'agissant du marché monétaire, j'ai longuement étudié plusieurs propositions.

Un retour à l'étalon-or me semble impossible. Quelles seraient les parités de change des monnaies ? Cela provoquerait une terrible bataille économique ! De surcroît, les grands détenteurs d'or bénéficieraient d'un avantage indu.

Le FMI a envisagé la possibilité de créer une monnaie de synthèse mondiale à partir des droits de tirages spéciaux. L'idée est intéressante, mais le FMI étant incapable de négocier une nouvelle répartition marginale des droits de vote pour laisser davantage de place aux pays émergents, je ne crois pas qu'elle soit réalisable !

En revanche, le Bancor est une idée géniale de Keynes, qui a été balayée à Bretton Woods car jugée utopique. Il s'agit de créer un panier d'une trentaine de matières premières et de lier les droits de tirage à la situation de la balance des paiements. Ce mécanisme tend structurellement à l'équilibre. Le principal problème actuel, c'est le déséquilibre chronique entre les pays excédentaires, comme la Chine, et les pays déficitaires, comme les États-Unis, ou la France.

M. le président Henri Emmanuelli. Monsieur Tétreau, je vous remercie.

L'audition s'achève à vingt heures quarante.