

III / La gouvernance financière mondiale

*Michel Aglietta**

À la fin de l'été 2009, la crise financière et économique qui balaye les économies occidentales et qui s'est répandue au monde entier est loin d'avoir atteint son terme. La situation des banques donne toujours des signes d'inquiétude. La récession pourrait se prolonger en Europe au-delà de l'année 2009. Elle serait suivie d'une croissance lente, de sorte que le chômage, qui s'élève inexorablement, resterait plusieurs années sur un plateau élevé.

Ces évolutions alarmantes indiquent que la crise n'est pas seulement le fruit des excès de la finance. C'est plus probablement la crise d'un régime de croissance et de l'ordre économique qui l'a soutenu, l'ordre néolibéral.

Le néolibéralisme s'est imposé dans les années 1980 avec l'arrivée au pouvoir de Margaret Thatcher au Royaume-Uni et de Ronald Reagan aux États-Unis. Les événements géopolitiques de très grande ampleur, qu'ont été la réforme chinoise, l'effondrement de l'URSS et la sortie de l'Inde de son système économique fermé, ont permis de faire avancer le néolibéralisme dans le monde entier sous le couvert de la globalisation financière. La ruse de l'histoire a été que la crise asiatique, qui révélait déjà tous les dysfonctionnements d'un essor financier sans contrôle, a accéléré la surconsommation effrénée des ménages américains qui s'est écrasée sur le mur des dettes à l'été 2007.

* Michel Aglietta est professeur à l'université Paris Ouest Nanterre La Défense, conseiller scientifique au CEPII et à Groupama Asset Management.

Parce que la finance est le cerveau de l'économie, ses dysfonctionnements appellent une reconstruction. C'est la régulation financière qui est au centre de la remise en ordre des économies après la crise. On cherchera donc à en identifier les besoins, puis les principes directeurs, à partir des orientations esquissées par le G20 dans la réunion de Londres. Cependant, au-delà de la régulation financière, des problèmes plus fondamentaux de gouvernance mondiale se posent, mais ont été laissés sous silence.

Les besoins d'une nouvelle régulation révélés par la crise

La course à l'endettement est le trait dominant des transformations de la finance. Plus encore que cette dérive qui touche tout le secteur privé, ce qui frappe le plus est l'augmentation sur trois décennies de l'endettement du secteur financier, beaucoup plus rapide que celle de tout autre acteur. Le tableau I en donne une illustration aux États-Unis.

La double question est : pourquoi une dérive systématique de l'endettement privé sur près de trois décennies ? Pourquoi cette économie droguée au crédit repose-t-elle sur un accroissement du levier d'endettement bien plus grand encore de la finance ?

Tableau I. Endettement des secteurs institutionnels aux États-Unis
(en % du PIB)

Secteurs institutionnels	1980	1990	2000	2008
Ménages	49	65	72	100
Entreprises non financières	53	58	63	75
Finance	18	44	87	121
État	35	54	47	55
Total	155	221	269	351

Source: Fed, Flows of Funds.

Un capitalisme financier déséquilibré

Le néolibéralisme postule un principe régulateur : la *valeur actionnariale*. La libéralisation financière a rendu le capital mobile. Le marché boursier est devenu le juge exclusif de l'efficacité des entreprises. La maximisation du rendement des fonds propres pour les actionnaires oriente les décisions stratégiques des entreprises. Elle conduit à une triple dérive de l'endettement.

En premier lieu, le rendement recherché sur les fonds propres est bien plus élevé qu'il ne l'était à l'époque du capitalisme managérial de l'après-guerre, alors que la croissance potentielle n'est pas plus rapide aux États-Unis et bien moins rapide en Europe. L'exigence de rendement financier va bien au-delà de la rentabilité économique du capital productif. Il en résulte des pratiques qui accroissent les leviers d'endettement des entreprises pour « dégorger le *cash-flow* » : rachat d'actions, croissance externe financée par dette pour réaliser la valeur de marché du *goodwill* des entreprises acquises et transformation des sociétés cotées en entreprises non cotées (*private equity*) financée par un levier extrême. En deuxième lieu, l'alignement des intérêts des managers sur ceux des actionnaires provoque une pression permanente sur les coûts salariaux. L'évolution des salaires réels se déconnecte de celle des progrès de productivité pour la grande majorité des salariés. La progression de la consommation, essentielle pour soutenir la rentabilité, passe par le crédit et la baisse induite des taux d'épargne des ménages. En troisième lieu, l'allègement des impôts sur le capital devient un impératif politique permanent. Il provoque une érosion des ressources des États, dont les conséquences sont, selon les pays, soit une augmentation de la dette publique, soit une amputation de la production des biens publics.

La libéralisation financière a induit une autre transformation de grande portée du côté des ménages : l'institutionnalisation de l'épargne et l'exigence d'une gestion d'actifs destinée à maximiser la richesse financière des mandants. Les investisseurs institutionnels (fonds de pension, assurances-vie...) sont devenus des acteurs influents, qui exigent à la fois une haute valorisation à court terme de leurs actifs et une diversification de leurs placements. Cette finance institutionnelle a encouragé l'essor d'une intermédiation financière de marché, fondée sur les principes de la division des risques, de leur transfert dans des marchés dérivés, de leur évaluation statistique par la *Value-at-Risk*, de la constitution de puissants *lobbies* pour promouvoir la comptabilité en valeur de marché (*mark to market*).

Les banques d'investissement, accompagnées d'une nébuleuse de pseudo-banques de marché (*hedge funds* et véhicules spéciaux de transfert de risque), se sont engouffrées dans la brèche offerte par le déclin de l'intermédiation financière traditionnelle pour transformer radicalement le modèle bancaire. D'un secteur au service de l'économie, elles ont fait de la finance une machine

prédatrice qui a retiré une rente gigantesque sur l'économie. Qu'on en juge! Le secteur des intermédiaires financiers de marché a réussi à capter 40 % du profit des sociétés privées en 2007 contre 10 % en 1980, alors qu'il compte 5 % de l'emploi salarié des dites sociétés aux États-Unis. Leur capitalisation boursière est passée de 6 % à 19 % de la capitalisation des marchés américains dans la même période.

Il importe de comprendre les failles de la régulation prudentielle qui a toléré ce déplacement des pouvoirs, lequel se nourrissait de l'endettement débridé jusqu'au déclenchement de la crise.

Les failles de la régulation prudentielle

La crise a révélé de graves carences dans la régulation prudentielle des banques. Deux dysfonctionnements ont été apparents dès le début de la crise. En premier lieu, les fonds propres des banques ont été très insuffisants, en quantité comme en qualité, face à la montée des pertes sur les crédits immobiliers. En second lieu, les banques, comptant sur la disponibilité à bas coûts des marchés de gros de la liquidité pour renouveler le financement de leurs positions d'actifs, ont été piégées par l'assèchement brutal de ces marchés, lorsque la confiance dans la qualité des crédits titrisés a disparu.

La crise systémique qui a éclaté met en cause l'hypothèse d'efficience des marchés financiers. Selon ce présupposé normatif, les marchés, non seulement ne seraient pas des propagateurs de risques, mais ils seraient les meilleurs régulateurs de la finance. Notamment, il était postulé qu'ils assurent une liquidité parfaite en permanence, condition indispensable à l'efficience. Cela dédouanait les régulateurs d'avoir à vérifier si les banques géraient leurs liquidités de manière prudente, si donc elles ne pratiquaient pas une distorsion délibérée entre un actif illiquide et un passif très court. Les autorités prudentielles n'avaient à se préoccuper que d'inciter les banques à se doter d'une protection adéquate contre des chocs non anticipés en constituant un capital économique qu'elles évaluaient elles-mêmes grâce à leurs modèles internes ou avec l'aide des agences de notation. Si cette condition était vérifiée, il était tenu pour évident que le système financier dans son ensemble était stable par surcroît.

Cette conception de la finance, dite de Wall Street, a imprégné à la fois les professions financières, les milieux académiques et les régulateurs. Elle seule permet de comprendre comment les

intérêts d'une oligarchie financière restreinte ont pu devenir prépondérants pendant plus d'un quart de siècle en dépit de nombreux scandales, dont l'un des plus spectaculaires (l'implosion du marché des *junk bonds*) s'est produit dès 1988. Cette opinion commune d'une finance intrinsèquement stable a acquis la force d'une croyance collective. Elle seule permet de comprendre *la capture du régulateur par les entités régulées*.

Dans les négociations précédant l'adoption de Bâle II, les banques ont dicté aux régulateurs les conditions qui leur convenaient le mieux, celles qui ont ouvert la voie à la titrisation débridée, aux leviers d'endettement énormes et pro-cycliques dans le système bancaire parallèle (*shadow banking system*) composé des banques d'investissement, des *hedge funds* et des véhicules spéciaux inventés par les banques. Elles ont articulé trois innovations qui ont ouvert la voie à une diminution au maximum du capital économique requis en face des actifs: la comptabilité *mark-to-market*, le principe de la *Value-at-Risk* (VaR) et l'usage généralisé des dérivés de crédit. Parce que les marchés étaient supposés infiniment liquides et donc le risque toujours transférable, le capital requis contre les actifs titrisés (portefeuille de négociation) a été très faible, voire nul, créant une formidable incitation à l'explosion des crédits structurés. Les portefeuilles de crédit portés par les banques ont bénéficié de l'acceptation par les régulateurs de l'évaluation des risques selon les modèles VaR. Les banques ont donc pu déterminer elles-mêmes le capital réglementaire puisque, dans des marchés efficients, elles savent mieux que les régulateurs quels doivent être les fonds propres pertinents. En outre, elles ont réussi à faire reconnaître comme fonds propres des actions préférentielles et toutes sortes de dettes qui ne servent à rien lorsqu'il s'agit d'absorber des pertes. Au total, le résultat a été la sous-estimation massive des fonds propres, l'accroissement des leviers dans le système bancaire parallèle et le développement démesuré des titrisations de gré à gré.

L'autre dimension de la régulation qui a failli a été la gouvernance des institutions financières en général. C'est encore une ruse de l'hypothèse d'efficacité. Selon cette théorie, la bonne gouvernance est une vertu de la discipline de marché qui établit la transparence, condition d'une symétrie des informations, et les incitations conformes à la conciliation des intérêts entre les intermédiaires de la finance et les agents non financiers qui sont les utilisateurs des services de la finance. On a vu ce qu'il en était

en observant la rente que les banques ont extraite de l'économie. La crise a révélé plus en détail les multiples dysfonctionnements de la gouvernance : rémunérations démesurées dans la finance de marché et totalement déconnectées du risque, absence de contre-pouvoirs des structures internes de contrôle des risques vis-à-vis des unités qui gèrent le compte propre des banques d'investissement, conseils d'administration manipulés par les dirigeants, conflits d'intérêts dans le double jeu de conseil et d'évaluation des agences de notation pour la structuration des crédits, incapacité des porteurs finaux du risque de crédit à faire des contre-évaluations des risques qu'ils portaient. Bref, le problème crucial est que les contre-pouvoirs entre les investisseurs finaux et les intermédiaires ne sortent pas spontanément de la concurrence dans les marchés. Ils doivent être construits par la régulation. Or cette relation, notamment entre les investisseurs institutionnels et les *hedge funds*, a été totalement pervertie par l'opacité des informations et par des contrats léonins.

Au-delà des dysfonctionnements internes, les déséquilibres financiers globaux

Il est bien connu qu'une situation financière internationale déséquilibrée a prévalu dans les années 2000. Elle est venue de la crise asiatique qui a transformé la position internationale des pays asiatiques d'importateurs nets en exportateurs nets, de débiteurs en créanciers. Les déséquilibres financiers ont ensuite été aggravés par la hausse des prix des produits pétroliers et gaziers. Toutefois, la polarisation des déficits sur les États-Unis, au lieu qu'ils aient été répartis sur l'ensemble des pays développés, résulte essentiellement de la surconsommation américaine, très au-dessus des capacités de production des États-Unis (tableau II).

Ces déséquilibres ont été véhiculés par le régime de change appelé semi-étalon dollar, dans lequel un grand nombre de pays ont des taux de change administrés de manière plus ou moins stricte contre le dollar. Dans ce système hétérogène, où des taux de change flexibles coexistent avec des taux plus ou moins fixes, les déséquilibres des paiements internationaux ne sont pas ajustés en continu par la variation des taux de change. Ils peuvent s'accumuler pour se dénouer inopinément dans des crises plus ou moins violentes qui se répercutent sur l'ensemble du système des changes.

Tableau II. **Déséquilibres financiers internationaux**
(excédents ou déficits d'épargne (-) des pays et groupes de pays en % de leur PIB)

Pays ou régions	Moyenne 1993-2000	Moyenne 2001-2004	2005	2006	2007	2008
Économies avancées	-0,2	-0,6	-0,9	-0,8	-0,7	-1,4
États-Unis	-2,7	-4,4	-5,1	-4,6	-4,6	-5,5
Zone euro	0,4	0,7	0,4	0,3	0,3	-0,6
Japon	2,5	3,0	3,6	3,9	4,8	3,1
Pays industrialisés d'Asie	2,9	5,8	5,5	5,5	5,8	4,5
Éco. émergentes et en dév.	-1,2	1,6	4,2	5,0	4,1	3,9
Afrique	-2,0	-0,2	1,8	3,5	1,0	1,2
Asie émergente dont Chine	-0,1	2,1	4,1	6,0	7,0	5,9
Amérique latine	-3,0	-0,6	1,5	1,5	0,3	-0,8
Europe centrale et orientale	-3,0	-4,1	-4,8	-6,3	-7,6	-7,3
Moyen-Orient	1,6	7,7	19,7	21,0	18,2	18,8
Russie et autres CEI	2,5	7,2	8,6	7,2	4,0	5,0

Source: FMI World Economic Outlook, Statistical Appendix, Table A16, Sources and Uses of World Savings, avril 2009.

On sait ce qui est advenu. L'intégration financière a progressé de pair avec l'accumulation des déséquilibres. Les différences dans les préférences nationales pour la consommation ou l'épargne se sont radicalisées après la crise asiatique. Dans cette configuration de forces, le terme qui devait céder ne pouvait être que la stabilité financière. Selon le système de change, l'instabilité peut déclencher une crise de change, ou bien une crise dans des marchés financiers où le risque est très sous-évalué et les prix d'actifs très surévalués. Dans le semi-étalon dollar, les marchés financiers américains étaient postulés les plus liquides. La crise ne s'est pas déclenchée, comme on pouvait le craindre, par défiance des non-résidents à l'égard du dollar, mais par retournement des prix immobiliers qui ont révélé la sous-estimation des risques des dettes gagées sur ces actifs.

Cependant la crise s'est rapidement généralisée. Elle a frappé le monde entier. Il s'ensuit que dans un concert de nations soucieuses de leurs intérêts, mais partageant la conscience de la nécessité de mettre de l'ordre dans la finance, ce qui est le sens même de l'existence du G20, un délicat compromis devra être trouvé en réformant la régulation financière: *l'intégration financière devra être limitée par l'impératif de stabilité financière*. Cela implique de construire un système cohérent de régulation financière capable de surmonter les apories soulignées ci-dessus. Essayons d'en repérer les grandes orientations.

Les principes directeurs de la régulation financière d'après-crise

Le G20 a jeté les bases d'un agenda ambitieux qui sera âprement négocié par le *lobby* bancaire pour tenter de l'édulcorer, de manière à conserver son pouvoir de prédation. Car une régulation financière conçue pour relever les défis de la crise serait coûteuse pour les banques. C'est pourquoi la volonté politique commune doit se perpétuer et soutenir le travail d'expertise nécessaire pour parvenir à instituer des règles opérationnelles capables de tenir en échec les débordements de la finance.

À l'encontre du postulat selon lequel l'efficacité microéconomique des marchés entraîne la stabilité macroéconomique du système financier, la crise montre une fois de plus la pertinence de l'hypothèse d'instabilité financière en tant que fondement théorique. Celle-ci stipule que l'interaction des marchés du crédit et des marchés d'actifs engendre un processus autorenforçant d'expansion du crédit et de hausse des prix d'actifs qui ne trouve pas de régulateur spontané dans la loi de l'offre et de la demande.

La première orientation consiste donc à établir une dimension macroprudentielle de la régulation. La seconde orientation résulte du constat d'échec de la gouvernance dans la finance. Elle consiste à définir des règles qui suscitent des contre-pouvoirs sans lesquels la discipline de marché est un vain mot.

La prise en charge de la stabilité financière: élaborer une régulation macroprudentielle

Pour bien comprendre l'innovation théorique et institutionnelle que serait la mise en œuvre d'une régulation macroprudentielle, qui n'a jamais été en vigueur nulle part jusqu'ici, il est éclairant d'opposer terme à terme les principes de la régulation microprudentielle de Bâle II et ceux de la nouvelle régulation macroprudentielle projetée (tableau III).

Puisque la stabilité financière n'est pas contenue dans la stabilité des prix, les banques centrales auront deux objectifs: le rythme d'expansion du crédit et celui de l'inflation. Le contrôle de l'expansion du crédit du secteur privé dans le cycle doit donc devenir un objectif de politique monétaire, même s'il n'a pas d'impact inflationniste selon la manière conventionnelle dont on mesure l'inflation.

Tableau III. Comparaison des logiques microprudentielles et macroprudentielles

Microprudentiel	Macroprudentiel
Présumé	
La solvabilité de chaque institution dépend de son capital. Elle garantit la robustesse du système financier	Minimiser les coûts sociaux du risque systémique. Ces coûts sont > au coût privé de l'insolvabilité d'une banque
Objectif	
Limiter les dettes financières des banques individuelles	Réduire la probabilité d'occurrence des crises bancaires systémiques
Méthode	
Capital réglementaire pondéré des risques dépendant de la structure d'actifs de chaque institution	Montant global de capital nécessaire pour contenir le dérapage du crédit, distribué sur les entités systémiques
Modèle de risque	
Exogène (un choc hors du système)	Endogène (contagion par interdépendances ou exposition à un facteur commun)
Corrélations et expositions communes entre institutions	
Non pertinentes	Cruciales
Calibrage des contrôles prudentiels	
En termes de risque des institutions individuelles (logique <i>bottom up</i>)	En termes de participation des institutions au risque systémique (logique <i>top down</i>)

Il faut, en premier lieu, identifier la croissance excessive du crédit. Les recherches de la BRI sur de nombreuses années apportent une réponse. L'excès de crédit doit être mesuré par un écart à un repère. Celui-ci est une évolution tendancielle du crédit ajustée de l'inflation qui est reliée à la croissance du PIB réel potentiel. C'est donc le rythme du crédit qui est compatible avec une croissance soutenable à long terme. L'augmentation excessive du crédit dans la phase montante du cycle financier est l'écart cumulé entre l'expansion observée du crédit et ce qu'elle aurait été si elle avait suivi la tendance de long terme.

La banque centrale doit déterminer le montant agrégé de capital qui modère l'expansion du crédit au secteur privé, de manière à contrecarrer le risque systémique. Elle doit donc établir une formule où le capital requis est une fonction croissante de l'excès de crédit. Ce capital réglementaire doit être imposé aux banques en tant que coussin de sécurité financière contra-cyclique. Il doit donc être distribué sur les entités à importance systémique, en fonction de leur contribution au risque systémique. C'est pourquoi il faut concevoir, tester et mettre en pratique une méthode pour mesurer la contribution au risque systémique des différentes institutions financières présumées systémiques. Plusieurs méthodes

sont envisageables, de la modélisation structurelle des interdépendances entre les bilans à des indicateurs statistiques (la CoVaR), en passant par les tests de stress conduits par les régulateurs dans les banques à partir d'hypothèses communes, selon l'esprit de ce qu'ont fait les autorités américaines au printemps 2009.

On a également remarqué plus haut que la force déséquilibrante du crédit était d'autant plus puissante que le sentiment de parfaite liquidité était répandu dans le système bancaire parallèle. Ce sentiment est d'autant plus dangereux que ces entités font des crédits et acquièrent des actifs illiquides en s'endettant à court terme dans les marchés de gros de la liquidité. C'est pourquoi il faut imposer des contrôles de liquidité dans toutes les entités financières qui ont un levier d'endettement corrélé positivement avec la valeur des actifs.

La contrainte en capital devrait donc être complétée par des réserves marginales pour forcer les banques à gérer leurs distorsions d'échéance entre actif et passif (*liquidity mismatch*). C'est le travail des superviseurs qui devraient mesurer la liquidité effective des *pools* d'actifs en les couplant au passif censé les financer. Deux *pools* d'actifs identiques, adossés l'un à un passif de même durée que l'actif, l'autre à des titres à très court terme du marché monétaire, ne devraient pas être considérés comme ayant le même degré de liquidité et ne devraient pas être comptabilisés à la même valeur. En effet, le second, et pas le premier, est soumis au risque d'un assèchement brutal de la liquidité. Ces deux *pools* d'actifs n'ont pas la même maturité *effective* puisque le second et pas le premier peut être contraint à des ventes de détresse. Il faudrait donc moduler des réserves marginales obligatoires sur la maturité effective des actifs pour inciter les banques à gérer la liquidité de leur financement plus prudemment.

Modérer la progression du crédit et inciter à une gestion prudente de la liquidité constituent les deux objectifs opérationnels liés au but général de promouvoir la stabilité financière. Les instruments pour atteindre ces objectifs doivent influencer les bilans des intermédiaires financiers. Ce sont des outils microéconomiques pour atteindre des objectifs macroéconomiques. La procédure est donc *top down*.

Le sous-système qui doit être placé sous la surveillance macroéconomique des banques centrales est l'ensemble des entités financières d'importance systémique, c'est-à-dire qui répandent le risque endogène par leur taille ou par leur réseau de contreparties.

Il est plus vaste que les banques de dépôts. Une structure forte de coordination doit être établie entre la banque centrale et les différents superviseurs des entités systémiques pour faire redescendre la contrainte de crédit macroéconomique sur les intermédiaires financiers qui participent à l'expansion du crédit. C'est ainsi qu'en Europe, le rapport Larosière préconise la création d'un conseil du risque systémique sous la présidence de la BCE et regroupant les superviseurs des banques, mais aussi les régulateurs des marchés et des investisseurs institutionnels.

La transformation de la gouvernance des banques: créer des contre-pouvoirs

À cause de la mauvaise gouvernance, aucun des signaux d'alerte n'a été pris au sérieux, aucun mécanisme stabilisant n'a été déclenché. La connivence de tous ceux qui partageaient la rente financière (*bonus, stock-options, commissions*) s'est nourrie de l'aveuglement au désastre qui évitait de voir le risque de front. Il faut donc que de multiples acteurs, qui ont abdicqué devant le *lobby* des banques, recouvrent les moyens d'exercer des contre-pouvoirs. Ce sont les superviseurs des banques, les régulateurs de marché et les actionnaires institutionnels.

Le contre-pouvoir des superviseurs bancaires. – Il s'exprime par une action correctrice précoce (ACP) visant à empêcher leur capture par le *lobby* bancaire. Cette politique de stabilisation financière repose sur un accroissement pré-annoncé des contraintes pesant sur les activités des banques, à mesure que leur situation se dégrade. La mesure est un indicateur simple du ratio des fonds propres purs (valeur des actions ordinaires) à la valeur de l'actif pour éviter les manipulations des actifs pondérés des risques. Le superviseur définit des seuils qui délimitent des classes de capitalisation. Lorsqu'un seuil est franchi vers le bas, donc lorsque la situation financière se dégrade, le superviseur force la banque à prendre des mesures de rétablissement correspondant à ce seuil. Ces mesures sont automatiques, prédéfinies et publiques pour éviter toute négociation. L'intérêt du dispositif est, en effet, d'empêcher la bienveillance du superviseur, de limiter l'aléa moral et d'éviter les pertes finales pour le contribuable.

Pour que ce dispositif fonctionne, il faut un code des faillites spécifiques pour les banques, afin que le superviseur, pas le juge

de faillite, ait la main sur la résolution de la défaillance bancaire. Ce processus protège aussi les créanciers des banques et force les actionnaires à être actifs dans le contrôle des dirigeants, sous peine d'expropriation par la mise en faillite de la banque. En Europe, où l'expropriation des actionnaires avant que la valeur nette de la banque devienne négative est interdite par la Convention des droits de l'homme, il faudrait forcer les banques à émettre des obligations de recapitalisation. Ce sont des obligations qui sont automatiquement converties en actions ordinaires lorsque le ratio du capital aux actifs descend en dessous d'un certain seuil. Les actionnaires seraient sous la menace d'une dilution sévère de la valeur de leurs actions s'ils sont incapables de contrôler les dirigeants.

Le contre-pouvoir des régulateurs des marchés financiers. – Il devrait s'améliorer sur le contrôle de la titrisation, sur lequel les régulateurs avaient complètement abdiqué, et sur la mise en place d'une supervision des agences de notation.

La conception de produits obligataires répondant aux besoins spécifiques des emprunteurs a favorisé la prolifération des marchés de gré à gré, laquelle a nourri les énormes revenus de commission engrangés par les banques d'investissement. Or le « sur mesure » pose des problèmes évidents d'évaluation et multiplie les expositions au risque de crédit dans les chaînes de transfert.

Les régulateurs de marché ont les moyens d'introduire par la réglementation des inflexions significatives. C'est l'obligation de *clearings* centralisés des positions des intermédiaires pour les transactions sur dérivés de crédit et sur crédits structurés, de manière à réduire et à contrôler au quotidien les expositions au risque. C'est aussi l'organisation des transactions sur des marchés centralisés pour toutes les catégories de titres suffisamment homogènes. La liquidité en serait grandement améliorée et la découverte des prix facilitée. Les régulateurs devraient également interdire la déconsolidation des structures hors bilan créées par les banques d'investissement (conduits et *special investment vehicles*). Pour améliorer la transparence, la composition des *pools* de crédit titrisés et leurs caractéristiques de risque doivent être divulguées aux investisseurs et les empilements de titrisation (CDO d'ABS et CDO de CDO), sans autre finalité économique que le prélèvement des commissions de ceux qui les fabriquent, doivent être purement et simplement interdits.

Les agences de notation sont à la fois devenues incontournables dans la certification des titres mis en vente sur les marchés de dettes et ont perdu leur crédibilité dans cette fonction. Il est vrai que leurs défaillances dans la titrisation des crédits immobiliers sont très lourdes: erreurs grossières d'évaluation à partir d'hypothèses de non-baisse des prix immobiliers, confusion du métier de conseiller des banques d'investissement et d'évaluateur, opacité des méthodes et confusion des échelles de note entre crédits structurés et obligations standard, refus de reconnaître la réalité à l'automne 2006 puis dégradation en masse en juillet 2007.

Il faut prohiber le mélange des genres et séparer strictement le métier de conseil et celui de la notation. Il faut que les agences rendent des comptes aux régulateurs sur la transparence de leurs méthodes et sur leur adéquation au domaine d'évaluation. Il faut donc que les échelles de notes concernant le « corporate », le souverain et le crédit titrisé soient clairement distinguées.

Plus controversée est la question du paiement de la notation. Les investisseurs sont réticents à financer ce qui est pour eux un bien public. Mais s'en remettre, comme cela se fait depuis plus de trente ans, au financement par les émetteurs des titres notés, n'est pas la bonne manière de produire ce bien public. Son financement par une taxe prélevée sur les transactions financières offrirait une solution ; celle-ci réclamerait toutefois de changer le statut des agences qui deviendraient des agences publiques indépendantes. Devant l'impossibilité de faire cette transformation, la SEC américaine plaide plutôt pour une banalisation des agences en forçant les investisseurs à se passer d'un certificateur. Cela implique qu'ils se dotent de capacités propres d'évaluation financière, ce qui conduit au contre-pouvoir qui manque le plus, celui des investisseurs institutionnels.

Le contre-pouvoir des actionnaires institutionnels. – Dans le monde des grandes banques, les chartes de gouvernance avec la préconisation d'administrateurs indépendants ont échoué à faire des conseils d'administration des contre-pouvoirs aux dirigeants. Car les membres « indépendants » des conseils n'ont été que des alibis pour perpétuer le pouvoir des PDG. Ces conseils expriment le pouvoir croisé d'une caste financière qui fixe elle-même ses rémunérations et les gratifications somptuaires de ses échecs à partir de la rente prélevée sur l'économie. Or, jusqu'à la crise, les investisseurs institutionnels en position d'actionnaires

n'ont dénoncé ni les modes de calcul des *stock-options*, ni les *bonus* des gestionnaires des comptes propres des banques, ni les commissions de performance exorbitantes des managers de *hedge funds* et de fonds de *private equity*. Tout cela a mené à l'inévitable : neutralisation des organes d'audit interne au sein des banques, prises de risque excessive et explosion des rémunérations.

L'établissement de contre-pouvoirs ne peut passer que par le réveil des actionnaires institutionnels pour imposer des conseils d'administration qui échappent effectivement au pouvoir des PDG, délibèrent en profondeur des stratégies et protègent les organes internes de contrôle des risques du mépris des *traders* et autres concepteurs de produits financiers abscons.

La réforme des rémunérations est un axe privilégié pour modifier les incitations dans un sens conforme au souci de gérer correctement le risque. Il devrait aller sans dire que les *bonus* des opérateurs de marché doivent être soumis au contrôle des risques, qu'ils doivent être calculés sur des périodes englobant le dénouement des positions et être modulés par un *malus* pour enlever le profil convexe de la rémunération. Il est également évident que les *stock-options* antagonisent les managers et les actionnaires au lieu d'aligner les intérêts des premiers sur les seconds, parce qu'elles sont déconnectées des performances de ceux qui les reçoivent. Les modifications à faire sont extrêmement simples. Le fait qu'elles ne sont pas en vigueur est exclusivement une question de pouvoir. Parce que le prix d'exercice des options n'est pas indexé sur le niveau général des cours boursiers, le gain de l'option dépend bien plus de la hausse générale de la Bourse que de la performance de l'entreprise. Parce que les conditions d'exercice des options sont à la discrétion de ceux qui en bénéficient, toutes les stratégies des entreprises dans tous les secteurs, au premier chef dans la banque d'investissement, sont tournées vers les gains instantanés en capital au détriment du long terme. Ajoutons à cela l'incapacité des investisseurs à négocier des commissions de performance avec les managers de *hedge funds* qui partagent le risque ; on aboutit à une finance à la fois inefficace et prédatrice.

Et pourtant, qui d'autres que les investisseurs institutionnels peut prendre en compte les intérêts du long terme pour orienter l'allocation du capital ? Mais pour cela ils doivent eux-mêmes se réformer dans la définition des critères de performance qu'ils exigent de ceux à qui ils délèguent la réalisation de leurs objectifs.

Ils doivent se doter d'une expertise pour faire eux-mêmes leurs allocations d'actifs sur des horizons compatibles avec les engagements de leur passif. Ils doivent comprendre et exploiter les mouvements stabilisants des marchés dans la longue durée.

Au-delà de la régulation financière: les problèmes de la gouvernance du système monétaire international

Il existe des questions très lourdes sur lesquelles le G20 a fait silence, parce qu'il n'existe aucun consensus. Ce sont celles qui concernent l'avenir des relations monétaires internationales. Les principales parties prenantes, c'est-à-dire la zone euro, les États-Unis et la Chine n'ont aucune vue commune en la matière.

Comment le système monétaire international va-t-il évoluer ?

Depuis les années 1970, la prépondérance du dollar a accompagné l'avancée de la finance globale. Elle s'est nourrie d'un échec politique, l'échec de la réforme du système monétaire international entreprise sous l'égide du Comité des Vingt de 1972 à 1974. Ce fut l'échec de la conception d'un système traitant selon des règles symétriques les excédentaires et les déficitaires, les créanciers et les débiteurs, du point de vue de l'ajustement des déséquilibres de balances de paiements. Ce fut aussi l'échec de l'avènement d'un actif de réserve ultime avec l'abandon du compte de substitution des dollars en DTS au sein du FMI en 1979. Le dollar a fait son lit de l'abandon d'un système régi par un ordre politique international et de l'accord tacite des gouvernements nationaux pour une intégration financière profonde. Il ne peut y avoir de modifications significatives dans le système monétaire international, donc de changement de la place du dollar, que si la configuration des pouvoirs qui le soutient n'est pas compatible avec la résolution de la crise mondiale.

Dans l'époque qui s'ouvre, c'est le triangle États-Unis, zone euro, Chine qui va déterminer les relations monétaires dominantes. La capacité à établir un *leadership* politique, non seulement pour sortir de la crise mais aussi pour construire les bases de la croissance future, va jouer le rôle décisif.

À cet égard, l'Europe est le ventre mou dans la concertation monétaire. Elle n'a tout simplement pas de représentation politique de sa monnaie. Aucun dirigeant européen n'a l'autorité légitime,

ni la doctrine pour énoncer une politique monétaire extérieure de l'euro. Aussi la seconde devise du monde, du point de vue de la taille et de la profondeur de ses marchés financiers, est-elle ballottée au gré de décisions politiques prises ailleurs.

Il s'ensuit que la relation stratégique entre les États-Unis et la Chine va dominer la géopolitique dans la prochaine décennie. Au plan monétaire, les autorités chinoises ont décidé d'accepter une augmentation sensible du taux de change effectif du yuan, en abandonnant l'ancrage sur le panier de devises adopté depuis juillet 2005 et en revenant à un ancrage dollar. Cela vaut pour la durée de la crise et a une vertu stabilisante. En effet, parce que les États-Unis et la Chine sont probablement les deux pays qui vont sortir en tête de la crise, le taux de change dollar/yuan devient temporairement le pivot des relations monétaires internationales. Ces deux monnaies vont s'apprécier vis-à-vis de toutes les autres, lorsque la reprise de la croissance américaine et le retour de la croissance chinoise sur les objectifs du gouvernement redresseront la rentabilité du capital. Il en résultera un effet positif sur les pays dont la reprise dépend surtout de l'exportation, l'Allemagne et le Japon en premier lieu. Comme le taux de change yuan/dollar est fixe, les déséquilibres financiers entre les deux pays n'exercent pas d'effet induit sur les autres monnaies qui viendrait contrecarrer leur appréciation commune. C'est en même temps un facteur de stabilisation du système financier américain. Il ne fait donc aucun doute que le dollar est renforcé par le partenariat stratégique dans la période de crise financière.

À plus long terme, la Chine a intérêt à faire évoluer le système monétaire international. Elle développe pour cela une stratégie à trois facettes pour protéger la valeur de ses énormes avoirs à l'étranger. La première consiste à prendre date. Le gouvernement chinois engage le débat pour la réforme du SMI en posant le problème d'un actif de réserve grâce auquel la Chine pourrait substituer hors marché une partie de ses réserves en dollars. La deuxième consiste à diversifier les avoirs à l'étranger entre classes d'actifs pour accéder à des rendements capables de compenser une éventuelle faiblesse de longue durée du dollar. Cela passe par la dotation de montants de réserves de change aux fonds souverains et par l'extériorisation des entreprises chinoises. La troisième dimension, la plus significative du point de vue de la configuration des relations monétaires internationales, est la convertibilité progressive du yuan dans le cadre de la formation d'une zone

de coopération monétaire en Asie. Au fur et à mesure que cette transformation s'opérera, le monde s'éloignera du semi-étalon dollar. Étant donné l'importance cruciale de l'Asie dans le régime de croissance qui va sortir de la crise, le système monétaire international évoluera vers une forme de polycentrisme asymétrique. Le dollar demeurera prépondérant, mais le temps de l'exclusivité de la devise-clé sera passé. Réguler les rapports entre les monnaies phares des régions monétaires, c'est tout le problème de la gouvernance monétaire mondiale dans l'ère nouvelle.

Embryon d'une gouvernance monétaire mondiale

Une réforme des missions et des pouvoirs du FMI est plus que jamais d'actualité pour en faire une pièce majeure dans la régulation d'un monde polycentrique. La mission permanente du FMI est de prévenir les déséquilibres macroéconomiques globaux et de surveiller les facteurs d'instabilité financière. Pour ce faire, le Fonds doit associer son expertise macroéconomique et une expertise financière de pointe par une collaboration avec le Conseil de stabilité financière. Armé d'outils puissants d'analyse et de détection, le Fonds devrait publier périodiquement des indicateurs d'alerte, joints à ses diagnostics de l'économie mondiale et de la stabilité financière. Il devrait aussi pouvoir coordonner des consultations multilatérales périodiques des gouvernements sur les changes et les éventuelles discordances des politiques économiques.

L'efficacité d'un rôle renforcé du Fonds restera lettre morte si sa gouvernance n'est pas considérablement modifiée. La persistance de rapports de pouvoir hérités de l'état du monde en 1944 est tout simplement ridicule. Ce ne sont pas les changements homéopathiques à introduire en 2011 qui vont améliorer quoi que ce soit. Les quotas et les droits de vote doivent être modifiés en relation avec un dépoussiérage de la gouvernance selon les principes suivants. En premier lieu, aucun pays ne doit posséder de minorité de blocage à lui seul. En deuxième lieu, le montant total des quotas des pays européens doit être abaissé pour faire place à un pouvoir significatif des grands pays émergents. En troisième lieu, il faut fusionner les quotas des pays de la zone euro et instituer une représentation politique de la monnaie; ce qui donnera à l'union monétaire un pouvoir important, en place d'un pouvoir actuellement illusoire car éparpillé entre des gouvernements qui n'ont aucun droit de regard sur la monnaie.

En quatrième lieu, il faut changer le comité exécutif du FMI. Celui-ci n'a actuellement que des tâches d'intendance. Il faut, au contraire, en faire une instance politique qui devrait se réunir mensuellement et où siègeraient des fonctionnaires d'autorité mandatés par leurs gouvernements. Une telle instance renforcerait sensiblement le pouvoir du Fonds. En cinquième lieu, il faut ouvrir la désignation de son directeur exécutif. Il est totalement anormal que ce poste revienne automatiquement à un Européen, comme il est anormal que la direction de la Banque mondiale revienne systématiquement à un Américain.

Bref, le changement de gouvernance n'est pas une révolution. Mais il suppose que le personnel politique des pays occidentaux, et au premier chef le Congrès des États-Unis, s'éveille enfin à la réalité du XXI^e siècle, celle d'un monde où l'hégémonie de l'Occident est heureusement révolue.

Repères bibliographiques

AGLIETTA M. et RIGOT S. [2009], *Crise et rénovation de la finance*, Odile Jacob.
BRI, publications du Committee on the Global Financial System, disponibles sur www.bis.org.