

# INSUFFISANCE DES RÉGULATIONS FINANCIÈRES ET REcul DE LA GOUVERNANCE

JEAN-MICHEL NAULOT\*

**N**ous risquons de connaître dans les prochaines années, à échéance rapprochée, une nouvelle crise financière de grande ampleur. Pas une crise cyclique, conjoncturelle, comme celles que traverse depuis toujours le capitalisme, mais une crise beaucoup plus profonde qui ne pourra s'expliquer que par le déséquilibre persistant entre la finance et l'économie. Tous les éléments objectifs d'une crise systémique sont encore réunis aujourd'hui. Le risque systémique, c'est-à-dire le risque de faillite en chaîne des banques dans le monde et l'anéantissement de l'économie réelle, résulte généralement de trois facteurs : une politique monétaire trop généreuse, une dette privée ou publique trop élevée, un encadrement de la finance insuffisant. Ce sont les éléments qui étaient présents à la veille de la crise de 1929, qui étaient présents au printemps 2007 et qui sont présents, plus que jamais, aujourd'hui. On croyait que les dirigeants de ce monde avaient tiré les leçons de la crise de 2007. Il n'en est rien. Ou à peu près rien. L'ampleur des réformes ne se mesure pas aux nombres de réunions, à la longueur des textes, à la signature de compromis. John Kenneth Galbraith écrivait que « le premier facteur qui contribue à l'euphorie financière c'est l'extrême brièveté de la mémoire financière ». Nous en avons actuellement une nouvelle démonstration. Dès que les marchés sont repartis à la hausse, les acteurs financiers ont repris le dessus, sont sortis de cette espèce de coma dans lequel on les croyait entrés avec l'arrivée de la crise. Mais, surtout, les dirigeants ont oublié leurs bonnes résolutions.

---

\* Ancien banquier (1974-2012) ; ancien membre du Collège, AMF (Autorité des marchés financiers) (2003-2013) ; ancien président de la Commission des émetteurs, AMF (2004-2007) ; ancien président de la Commission des marchés, AMF (2007-2013). Auteur de *Crise financière – Pourquoi les gouvernements ne font rien*, Seuil, octobre 2013.

## 2007 : UNE CRISE QUE LES MARCHÉS N'AVAIENT ABSOLUMENT PAS ANTICIPÉE

Lorsqu'elle arrivera, cette crise ne nous préviendra pas, pas plus que la crise précédente ne s'était annoncée. Aux mois de mai et de juin 2007, quelques semaines avant le déclenchement de la crise, l'indice VIX qui mesure à New York la volatilité des marchés d'actions, leur stress, était à son plus bas historique. Un an plus tard, il sera à son plus haut historique. Les marchés ont perdu toute capacité d'anticipation. La cause précise de la prochaine crise est incertaine, comme ce fut le cas en 2007. Les *subprimes*, ce poison instillé dans tant de fonds et de salles de *trading* à travers le monde, furent la cause de la crise, mais la bulle était là et avait vocation à éclater. Ils furent en quelque sorte l'aiguille qui fit éclater la bulle. Si celle-ci ne s'était pas présentée, d'autres aiguilles auraient apparu.

Au printemps 2007, les articles prônant la déréglementation étaient nombreux. Alan Greenspan était convaincu qu'il ne fallait surtout pas réglementer les *hedge funds*, ces « abeilles pollinisatrices du système financier »... Le commissaire européen aux marchés financiers avait déclaré en prenant ses fonctions en 2004 que tout au long de son mandat, il se demanderait si l'on ne réglementait pas trop... Les liquidités coulaient à flot. Certains économistes de marché avaient imaginé que l'abondance de liquidités serait une protection contre toute nouvelle crise après le *krach* boursier de 2001-2003. Mais, bien au contraire, cette abondance de liquidités fragilisait le système financier. Les grandes multinationales et les *hedge funds* versaient une rémunération symbolique pour obtenir des lignes de crédit. Et les analystes considéraient que les marchés étaient plutôt sous-valorisés, compte tenu des perspectives de profit des entreprises. Comme au début de 2000, lorsque les analystes et nombre d'économistes croyaient sans rire à une « nouvelle ère » au cours de laquelle les cycles auraient disparu. Comme à la veille de l'effondrement de 1929, lorsque Irving Fisher, pionnier des économistes monétaristes, déclara : « Les actions ont atteint ce qui semble être un haut plateau permanent. Je m'attends à voir le marché d'actions sensiblement plus haut dans les mois à venir. » Quelques jours plus tard, le *krach* boursier était là.

### LE VRAI COÛT DE LA CRISE

Certains observateurs avaient aussi espéré, jusqu'à l'automne 2008, que cette crise serait limitée à la finance, voire à la finance anglo-saxonne, mais les entreprises furent frappées de manière très brutale. Arrêt de la consommation, montée des stocks, crises de trésorerie s'enchaînèrent très vite. Et finalement, ce fut la plongée dans la récession et le chômage. Le coût de la crise, ce fut bien sûr les subventions apportées par les contribuables pour sauver le système, mais ce fut

surtout un arrêt de la croissance pendant plusieurs années, des taux de chômage rappelant les années 1930 et une dette publique faisant un bond spectaculaire. En France, la dette publique est passée de 64 % du PIB en 2007 à 93 % en 2014, au Royaume-Uni de 34 % à 95 %. L'évolution fut identique dans l'ensemble des pays occidentaux. Aux États-Unis, la dette publique atteint désormais 128 % du PIB lorsqu'on ajoute à la dette fédérale celle des États et des collectivités locales. Même la Chine, très peu endettée avant la crise, dut mettre en place un plan de relance spectaculaire en novembre 2008. La dette publique actuelle n'est pas due à la dilapidation des deniers publics par nos concitoyens, mais à la crise financière, à la gestion calamiteuse de la finance par l'autorité politique, les banques centrales et parfois les régulateurs dans les années qui précédèrent la crise.

Si demain une nouvelle crise survient, que fait-on ? La dette publique atteint de tels niveaux dans tous les pays occidentaux que le recours à la politique budgétaire sera impossible. Le recours à la politique monétaire sera également impossible. On voit mal en effet comment cette politique pourrait être plus accommodante qu'elle ne l'est aujourd'hui. Le risque existe cette fois qu'un défaut sur la dette soit constaté, que les épargnants et les investisseurs soient mis à contribution, que l'on assiste à une faillite du système financier.

## **EN 2014, LE RISQUE SYSTÉMIQUE EST PLUS PRÉSENT QUE JAMAIS**

En 2014, la bulle spéculative est plus impressionnante que jamais, gonflée par des liquidités massivement injectées depuis plusieurs années par les banques centrales, sans rapport avec l'évolution de l'économie réelle, et donc déversées sur les actifs financiers, dans les pays développés comme dans les pays émergents. L'histoire semble être un éternel recommencement. Le rapport annuel de la Federal Reserve Bank of New York (FRBNY) de février 1929 garde toute son actualité : « Il est apparu au cours de l'été 1928 que la croissance du volume de crédits dépassait largement les besoins ordinaires de crédits commerciaux et industriels. De nombreuses années d'expérience ont montré que les augmentations de crédit au-delà des besoins de l'économie conduisent normalement à des résultats malheureux, à des excès spéculatifs, à des hausses de prix, à des bulles qui se terminent dans la dépression. » La FRBNY réalise avec effroi, quelques mois avant le *krach*, qu'elle a beaucoup trop tardé à durcir sa politique monétaire, qu'elle a surveillé l'évolution de l'inflation, mais négligé la stabilité financière. Cet avertissement nous est encore adressé aujourd'hui...

En 2014, la dette souveraine n'a jamais été aussi importante, donc aussi risquée, et, dans le même temps, les taux restent à des niveaux historiquement très bas. C'est la définition même d'une bulle obligataire. La dette privée est très élevée dans de nombreux pays, notamment dans les pays anglo-saxons. Elle sert

de moteur à la reprise de la croissance, de soutien au marché immobilier, de substitut à une réduction des inégalités, plus criantes que jamais.

Enfin, une grande part de la finance reste peu ou pas du tout réglementée. La finance de l'ombre représente officiellement le quart de la finance mondiale, en réalité près de la moitié. Les prêts et les emprunts de titres ne sont déclarés nulle part. L'encours des *hedge funds* dépasse largement le niveau d'avant-crise. Les fonds indiciels américains dont l'encours a quadruplé depuis la crise prêtent parfois tous leurs titres, réinvestissent dans d'autres actifs, alors qu'ils sont exigibles à tout moment puisqu'ils sont cotés en continu. Les fonds monétaires à valeur constante que le gouvernement américain a dû garantir après la faillite de Lehman Brothers ne sont interdits ni aux États-Unis, ni en Europe. Les dérivés, ces « armes de destruction massive » dont parlait Warren Buffett en 2003, traités à 92 % par des acteurs financiers, sont au même niveau qu'en 2007. Les financiers réalisent 85 % des transactions sur les marchés de matières premières. Les robots du *trading* à haute fréquence, qui envoient des milliers d'ordres à la seconde à partir d'algorithmes et qui les annulent aussitôt (à hauteur de 90 %) réalisent plus de la moitié des transactions sur les marchés d'actions. Sur ces marchés, la part des investisseurs de long terme est devenue très marginale (10 % à 15 %).

## **PAR COMPARAISON, LES ANNÉES 1960 RESSEMBLENT PRESQUE À UN PARADIS PERDU**

Quand on prend un peu de recul pour évaluer la situation présente, ses risques insensés, on mesure à quel point la situation des années 1960 fait aujourd'hui figure de paradis perdu. Le système monétaire de Bretton Woods assurait un minimum de discipline internationale avec la convertibilité du dollar en or. Ce n'était pas le meilleur système monétaire, mais au moins avait-il le mérite d'exister. Il protégeait le monde contre une tentation de l'Amérique de prolonger sa domination politique et militaire par une domination économique largement financée par les déficits. Le capitalisme était solidement encadré par un État fort, aux États-Unis comme en Europe. Le pouvoir politique exerçait son autorité, à bon ou mauvais escient, mais il occupait le terrain. Les libéraux trouvaient leur bonheur dans l'existence de quelques règles bien établies. Les progressistes se divisaient parfois en courants multiples sur le degré d'intervention de l'État, mais le sentiment de résignation qui les habite si fortement aujourd'hui leur était totalement étranger. Pas question de baisser les bras devant les forces de marché.

Dans son livre, *Le nouvel État industriel*, John Kenneth Galbraith décrivait un monde de l'entreprise où le pouvoir appartenait à la « technostructure », sous le contrôle vigilant des actionnaires. Chacun était à sa place. L'entreprise était un projet collectif. Un vrai sentiment d'appartenance existait. L'enrichissement

de l'entreprise ne pouvait être que partagé, non capté par les actionnaires et quelques managers. L'entreprise s'inscrivait dans la vie sociale et n'avait pas pour objectif de servir, avant toute chose, un taux de rentabilité maximal au marché. On était loin du « capitalisme total » décrit par Jean Peyrelevade en 2005, un capitalisme dans lequel « le management a désormais pour seule mission de rendre maximale la valeur de l'entreprise pour ses actionnaires ». Les banques faisaient leur devoir, finançaient l'économie sur la base de critères assez simples, rentabilité, stratégie, qualité des dirigeants. Pas besoin de calembres pour évaluer les retours des fonds propres sur actifs pondérés afin de décider à qui il faut faire crédit.

C'est une période où les marchés se développaient de manière strictement parallèle à l'économie, où il n'y avait pas de déséquilibre entre la finance et l'économie réelle. De 1945 à 1975, les indices de la Bourse américaine avaient été multipliés par 4, alors que le PIB américain était multiplié par 3,2. Au cours des trente années suivantes, de 1975 à 2014, l'indice de la Bourse sera multiplié par 20 alors que le PIB sera multiplié par 2,2. La mondialisation, la conquête de nouveaux marchés, explique naturellement une partie de cet écart puisque les multinationales réalisent désormais les deux tiers de leur activité à l'international. Mais cet écart reflète aussi les anticipations excessives des investisseurs, la politique de rachat d'actions par les entreprises, la stabilité des salaires réels tout au long de la période aux États-Unis, l'utilisation d'une main-d'œuvre sous-payée dans les pays émergents, souvent la quasi-absence de paiement de l'impôt. Bref, les dysfonctionnements du capitalisme financier.

## **COMMENT EN EST-ON ARRIVÉ À UNE FINANCIARISATION EXCESSIVE ?**

Les raisons de ces déséquilibres profonds, de cette place exorbitante de la finance par rapport à l'économie réelle, sont diverses. Mais elles trouvent toutes leur source dans l'effondrement du système financier international au début des années 1970. La fin de la convertibilité du dollar en or a révélé de manière très officielle le refus des Américains de rétablir leurs déficits extérieurs. Le monde est entré dans une ère de volatilité considérable des marchés, par conséquent d'incertitudes et de spéculation. Ce tournant vers l'instabilité et la multiplication des crises financières n'était pas le résultat d'une évolution inéluctable due à la mondialisation, mais le résultat d'un choix politique et économique des États-Unis. Depuis quarante ans, l'Amérique n'a cessé de faire financer sa croissance par le reste du monde. Les déficits, de l'épaisseur du trait dans les années 1970, sont devenus abyssaux. Milton Friedman avait par avance justifié idéologiquement et économiquement cette politique puisqu'il avait prôné, dès les années 1950, une flexibilité complète des changes.

## LA POLITIQUE SYSTÉMATIQUEMENT ACCOMMODANTE DE LA FEDERAL RESERVE (FED) AMÉRICAINE

Pour faire face à ces crises, la Fed a choisi à partir du *krach* de 1987 de soutenir les marchés financiers et la croissance par une émission de plus en plus conséquente de liquidités. Milton Friedman avait expliqué qu'en cas de crise, il ne fallait pas hésiter à faire une injection de monnaie, mais « une seule fois ». Cette politique d'utilisation de la planche à billets est devenue permanente. De 1995 à 2013, la base monétaire américaine a été multipliée par 7. En Europe, elle a été multipliée par 4. Dans les pays émergents, elle a été multipliée par 12 puisque ces pays ont dû créer de la monnaie en achetant des dollars pour lutter contre la surévaluation de leur devise. Comme ces masses de liquidités sont sans rapport avec la croissance de l'économie, elles se sont placées dans les actifs financiers, actions, obligations, matières premières, dettes des pays émergents. Cette action a soutenu les marchés, a contribué à l'effet de patrimoine pour une petite catégorie de population, mais a entretenu la spéculation dans des proportions jusque-là inconnues. L'afflux massif de liquidités a compliqué de surcroît le travail du régulateur de marché qui doit ériger des digues de plus en plus solides. Il complique la politique des pays émergents qui subissent les allers-retours des flux de capitaux.

## UNE POLITIQUE PRUDENTIELLE DÉRAISONNABLE À PARTIR DES ANNÉES 2000

Cette création monétaire a été démultipliée à partir des années 2000, tout particulièrement à partir de 2004-2006 (Bâle II) par une politique prudentielle déraisonnable qui a incité les banques à accroître très fortement leur effet de levier, à distribuer le crédit sans compter, notamment aux acteurs financiers. La politique prudentielle est l'une des grandes causes de la crise de 2007-2009. En présentant en juin 2004 des normes de fonds propres peu exigeantes, reposant sur un système très complexe de division des risques, une vraie « boîte noire », les banques centrales ont considérablement fragilisé le système financier. Le nouveau système permettait, par exemple, de consentir quatre à cinq fois plus de crédits à une multinationale très bien notée pour une exigence réglementaire de fonds propres identique. La prise en compte des garanties facilitait également la distribution de crédit aux acteurs financiers, par exemple aux *hedge funds* qui laissent des titres – empruntés – en garantie, par exemple aux intervenants sur les marchés de matières premières qui nantissent leurs stocks. Le nouveau système donnait un pouvoir considérable aux agences de notation qui devenaient les juges de paix en matière d'évaluation des risques et de rentabilité

des fonds propres réglementaires par la banque. Le pouvoir jugé « exorbitant » des agences de notation vient de cette réforme, non d'un abus de pouvoir.

Le renforcement des exigences de fonds propres depuis 2009, avec des ratios de solvabilité qui ont plus que doublé, donne une idée de la pente sur laquelle les décisions de Bâle II avaient engagé la finance internationale. Cette remise à niveau était indispensable. Mais le système très discriminant et peu fiable de la pondération des risques n'a toujours pas été modifié.

## UNE RÉGULATION FINANCIÈRE PARFOIS INEXISTANTE

Le contrôle insuffisant de l'innovation financière tout au long des années 1990 et 2000 est aussi l'une des raisons importantes de la crise, soit parce que des règles édictées après la crise de 1929 avaient été abandonnées, soit parce que des règles n'avaient pas été mises en place pour encadrer les nouveaux territoires de la finance, soit parce que certains régulateurs fermaient les yeux sur le respect des règles en vigueur. Dans la catégorie des règles abandonnées figure bien sûr le *Glass-Steagall Act*, non à partir de 1999 comme on le croit trop souvent, mais dès le milieu des années 1970. Une douzaine d'amendements conduisirent en effet à son assouplissement progressif. En 1975, l'abandon des tarifs réglementés pour les *brokers* américains fut également une décision très importante puisqu'elle remit en cause leur rentabilité. En échange, les autorités réglementaires les laissèrent, au fil des années, jouer leurs fonds propres dans des opérations de spéculation rendues d'autant plus attractives que la volatilité des marchés s'accroissait. L'interdiction faite aux financiers d'intervenir sur les marchés de matières premières depuis la crise de 1929 fut supprimée à la demande de Goldman Sachs, sous prétexte d'apporter de la liquidité au marché... La « liquidité », un argument tellement utilisé ces dernières années lorsqu'il s'agit de convaincre l'autorité politique ou le régulateur de laisser faire ! Dans la catégorie des règles qui n'ont pas été mises en place en raison de la pression des *lobbies*, on peut mentionner l'encadrement des *hedge funds*, en dépit de la faillite systémique de LTCM (Long Term Capital Management) en 1998, les produits dérivés, en raison de l'opposition farouche de Robert Rubin, secrétaire au Trésor de Bill Clinton, et les produits structurés, notamment la titrisation, qui donnèrent lieu à une grande ingéniosité en dehors de tout contrôle du régulateur. Dans son rapport annuel de 2006, l'Autorité des marchés financiers (AMF) constatait ainsi un « développement exponentiel » de la titrisation dans les pays anglo-saxons et dénonçait une « information inexistante » sur ses modalités.

En 2014, cette information inexistante concerne une part toujours considérable de la finance, le *trading* à haute fréquence, les marchés d'actions, les *hedge funds*, les prêts de titres, la finance de l'ombre en général, etc.



## FACE À LA DICTATURE DES MARCHÉS, QUE FAIRE ?

Cette abondance de liquidités et cette absence de régulation ont conduit au fil des années à un déséquilibre considérable entre la sphère financière et l'économie réelle, entre la finance et le pouvoir politique, ce que l'on appelle la « dictature des marchés ». Il n'y a pas d'autre explication à la dictature des marchés que cette hypertrophie de la finance. Le malheur, c'est que dans les périodes d'euphorie, l'autorité politique s'accommode fort bien de cette situation. Dans les périodes d'effondrement, elle n'a pas de mots assez durs pour dénoncer ce qui devient subitement inacceptable...

Le marché est indispensable à la vie économique, à la croissance, à l'allocation des ressources, tout simplement à la liberté et à la démocratie. Mais des marchés trop puissants, volatils, aveugles, peuvent nuire à l'économie, réduire à néant l'autorité politique, la démocratie. Ce n'est pas un hasard si neuf Français sur dix affirment n'avoir plus confiance dans leurs représentants politiques. Nos concitoyens dénoncent en réalité leur impuissance. Mais celle-ci vient de ce que les politiques suivent très exactement la ligne que leur dictent à un instant donné les marchés. En s'effaçant devant les marchés, le politique renonce à occuper le terrain qui est le sien. Il renonce tout simplement à gouverner. Lorsqu'un gouvernement prend une décision qui déplaît aux marchés, personne ne conteste que les capitaux vont s'en aller dans la seconde suivante. Tenter de mettre fin à la dictature des marchés en engageant une bataille frontale, c'est engager une bataille qui est perdue d'avance. Le combat doit être plus subtil. La dictature des marchés est une situation à un instant donné, en rien une fatalité.

Depuis les années 1990, la finance mondiale peut être comparée à une grande centrale nucléaire qui brasse des masses de capitaux considérables, qui utilise des produits parfois dangereux, des matières fissiles, et qui est connectée à de multiples centres financiers, parfois dans les paradis fiscaux, et à l'ensemble de l'économie réelle. À tout moment, le défaut d'un acteur ou d'un produit, un événement économique ou politique inattendu peuvent avoir des conséquences incalculables sur les marchés tant cette centrale fonctionne de manière instable et peu sécurisée. Or, contrairement à ce que l'on croit souvent, il est possible de neutraliser cette centrale. Il est possible de remettre la finance à sa place par un travail méthodique et résolu. Il est possible de prendre quelques mesures efficaces, de rendre le système financier beaucoup plus résilient. En l'espace de deux ou trois ans.

Face à la crise, les marges de manœuvre en matière de politique budgétaire et monétaire sont épuisées. En revanche, pour encadrer la finance, les marges de manœuvre sont immenses. Sur chacun des grands chantiers qui avaient été définis par le G20 de Londres, trois ou quatre mesures peuvent véritablement changer le cours des choses et contribuer à rétablir l'équilibre entre la finance et l'économie réelle. C'est une certitude.



Les exemples qui suivent vont tenter de le démontrer. Nous expliquerons ensuite comment, pour chacun de ces exemples, on fait le plus souvent semblant de réformer.

## LES MESURES QUI SERAIENT NÉCESSAIRES POUR CHANGER VÉRITABLEMENT LE SYSTÈME

### **Banques : interdiction des opérations pour compte propre, séparation, révision de la « boîte noire »**

Les banques ont été au cœur de la crise financière, soit en raison des produits qu'elles avaient distribués, soit en raison des positions spéculatives qu'elles avaient prises, soit en raison de leur situation de liquidité. Ce dernier aspect a été assez peu évoqué pendant la crise car le plus souvent géré avec discrétion, sauf dans les cas les plus dramatiques. Pour corriger les excès précédents, il a été décidé d'augmenter les exigences de fonds propres, d'instaurer des ratios de liquidité et un ratio de levier. Le système de pondération des risques, la « boîte noire », qui permet de calculer les ratios réglementaires n'a en revanche toujours pas été révisé. Il devrait être piloté par le régulateur prudentiel au lieu de laisser place à l'autorégulation ; il devrait reposer sur des ratios standards, applicables à tous, beaucoup moins discriminants, moins favorables aux multinationales et aux activités financières, plus favorables au financement de l'économie réelle.

Il a également été décidé, tant en Europe qu'aux États-Unis, de renforcer la supervision. Aux États-Unis, la supervision des banques d'affaires est opérationnelle. En Europe, la supervision des 128 plus grandes banques a été confiée à la BCE (Banque centrale européenne), sans toutefois inclure les banques britanniques.

Un très gros travail de remise à niveau réglementaire a ainsi été effectué. Il reste cependant à réaliser une réforme dont on comprend mal pourquoi elle n'est pas encore en place tant elle semble aller de soi pour préserver la stabilité financière. Comment peut-on être opposé à l'interdiction des activités spéculatives des banques ? La règle Volker aux États-Unis (à partir de juillet 2015) et la directive Barnier (à partir de 2017) sont une réponse logique à la crise financière. Mieux vaut éviter les incendies que de les traiter. À condition de définir de manière très stricte la tenue de marché afin d'éviter que des prises de positions spéculatives ne soient dissimulées dans les opérations de marché destinées à la clientèle.

La séparation des opérations de marché devrait en revanche être examinée avec une certaine souplesse. La séparation est nécessaire mais ne peut être un remède miracle car la banque moderne exige un travail très étroit entre les équipes de crédit et les équipes de marché pour servir au mieux les clients.

Compte tenu notamment de la taille des banques, des montants de produits dérivés et en dépit des discours officiels, on ne doit cependant pas se faire d'illusion sur la possibilité d'affronter une nouvelle crise systémique sans recours aux contribuables. Depuis la crise de 1929, les dirigeants promettent que les finances publiques ne seront plus mises à contribution...

Dès 1933, les Américains créèrent dans ce but une autorité de résolution, la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation), dotée de pouvoirs importants pour gérer le cas d'une banque en faillite et éviter le recours aux contribuables. Après le désastre des caisses d'épargne qui coûta plus de 100 Md\$ aux contribuables américains à la fin des années 1980, les autorités américaines déclarèrent à nouveau que le recours au contribuable, c'était fini ! Et en 2010, devant le désastre Lehman Brothers, la loi Dodd-Frank renforça le mécanisme de résolution en permettant l'éviction du management défaillant et en réduisant à néant le pouvoir des actionnaires. D'excellentes réformes, mais à aucun moment il n'a été envisagé de couper le lien très étroit entre le secrétaire au Trésor américain et l'autorité de résolution tant les Américains se font peu d'illusion sur la possibilité de gérer un risque bancaire loin des fonds publics. Ce qui importe en cas de risque systémique, c'est en effet de prendre les bonnes décisions, très vite et dans la plus grande confidentialité. Voilà pourquoi un accord sur la résolution bancaire en Europe ne peut être que de portée limitée. Voilà pourquoi le volet résolution de l'union bancaire, avec un fonds de 55 Md€ et un mécanisme opérationnel très complexe, n'est que de portée limitée.

### **Dérivés : obligation de compensation, registre mondial, interdiction des CDS (*credit default swaps*) à nu**

Les marchés de dérivés font peser depuis vingt ans une menace très importante sur le système financier en raison de leurs encours, dix fois le PIB mondial, de leur volatilité, notamment lorsque les risques extrêmes se concrétisent, de leur opacité et de leur caractère non réglementé (marchés de gré à gré). Ces produits sont utilisés à hauteur de 92 % par les acteurs financiers. Les encours de dérivés détenus par les grandes banques européennes représentent parfois dix à vingt fois le PIB du pays concerné. Une petite partie des dérivés, les CDS, ont été à l'origine de la crise puisqu'ils permettaient de dissimuler les *subprimes* dans les salles de *trading* des banques. Si l'on souhaitait vraiment traiter le risque systémique représenté par ces marchés, trois réformes pourraient être décidées. D'abord, le passage obligatoire de tous les produits dérivés, sans exception, par les chambres de compensation (organismes financiers assurant la bonne fin des opérations) et par des plates-formes réglementées. Cette réforme signifierait la suppression des marchés de gré à gré et des produits peu ou pas liquides. Ensuite, la consolidation dans un registre mondial, tenu par la BRI (Banque des règlements internationaux), de toutes les transactions serait obligatoire de

manière à pouvoir évaluer à tout moment le risque global. Enfin, les marchés de CDS qui ne sont pas utilisés à titre de couverture (à nu), voire l'ensemble des marchés de CDS, seraient interdits. Y aurait-il un risque que l'annonce de ces trois réformes ne déstabilise la finance mondiale ? En aucune manière. Les encours diminueraient progressivement et la stabilité financière en sortirait renforcée.

### **Marchés de matières premières : rôle des acteurs financiers limité à l'apport de liquidité**

Les marchés de matières premières sont aujourd'hui entre les mains des acteurs financiers, non des industriels et des acteurs agricoles. Comme cela a déjà été précisé, 85 % des interventions sont réalisées par des gestionnaires d'actifs, des banques, des *hedge funds*. Les dérivés de matières premières représentent 25 à 30 fois les transactions réelles. À intervalles réguliers, ces marchés sont l'objet d'offensives spéculatives, voire de manipulations. En 2007-2009, les prix de produits aussi différents que le pétrole, le cuivre et le riz avaient doublé en un an avant d'être divisés par 3 en quelques mois. Revenir brutalement à l'interdiction des acteurs financiers sur ces marchés serait probablement une mesure trop brutale. En revanche, trois mesures permettraient de rendre ces marchés à leur vraie mission : l'enregistrement de tous les acteurs, sans exception, auprès des régulateurs afin qu'ils soient tous soumis à des règles, la transparence hebdomadaire et publique des positions prises par les opérateurs, la fixation de limites de position par l'autorité européenne, toutes plates-formes confondues, afin de confiner les acteurs financiers dans un rôle d'apporteur de liquidité (place des acteurs financiers limitée, par exemple, à 20 % des marchés concernés).

### ***Hedge funds* : plafonnement de l'effet de levier, contrôles sur site à tout moment**

Les *hedge funds* ont démontré à plusieurs reprises qu'ils pouvaient être à l'origine d'un risque systémique, contrairement à ce que leurs gérants affirment régulièrement. En mars 2008, le modeste *hedge fund* Carlyle Capital (670 M\$ de capitaux gérés) a conduit la banque Bear Stearns à la faillite. Avec un effet de levier de 31 et une dette de 21 Md\$, il a été pris dans la crise et n'a pu rembourser sa dette à Bear Stearns qui lui avait prêté 2 Md\$. Au cours de l'automne 2008, les *hedge funds*, pris dans une crise de liquidité, déversèrent tous les jours sur les marchés des montants considérables d'actifs pour échapper à l'effet de ciseaux dans lequel ils étaient pris. De 2004 à 2007, ils avaient accumulé des risques sur des titres *subprime*, bien rémunérés. Ils avaient également encaissé des primes sur des risques extrêmes en faisant le pari qu'ils ne se matérialiseraient jamais. Leurs gestionnaires s'étaient distri-

bués tous les ans ces profits. Mais en 2008, ce sont les investisseurs qui payèrent la facture. Un tiers des *hedge funds* firent faillite.

Trois mesures seraient de nature à maîtriser ce risque global. D'abord, la limitation stricte de l'effet de levier, par exemple à 3 ou 4, aux États-Unis comme en Europe. Ensuite, la supervision par le régulateur européen, et non le régulateur national, de tous les *hedge funds* utilisant l'effet de levier ou gérant des montants d'actifs très significatifs. Enfin, l'instauration d'un contrôle à tout moment et sur site et non, comme dans la législation actuelle, un relevé en fin de trimestre des opérations. Le jour de la photo, les fonds ne peuvent en effet que présenter une situation irréprochable ! En imposant la supervision des fonds ou des gérants, le G20 de Londres avait commis une vraie négligence qui n'était certainement pas fortuite... Près de 90 % des *hedge funds* européens et américains sont en effet domiciliés dans les paradis fiscaux.

### **Paradis fiscaux : imposer des visites sur site et menacer d'interdire la domiciliation des opérations**

Les paradis fiscaux dont les courants d'affaires ne cessent de croître depuis vingt ans pourraient voir leur influence considérablement réduite si les dirigeants politiques le souhaitent vraiment. Mais les Britanniques ne le veulent pas, eux qui y abritent une industrie financière qui fait vivre la City. Les Américains ne le veulent pas non plus, eux qui souhaitent protéger les profits des multinationales cotées à Wall Street. Si ces firmes payaient l'impôt, leurs cours risqueraient en effet de s'effondrer.

Ces territoires, qui traitent la plus grande partie des opérations en parfaite légalité, représentent en matière de gestion d'actifs l'équivalent des PIB américain et de la zone euro réunis. Des encours considérables qui échappent à toute transparence. Le détournement des profits des multinationales par ces belles plages représente par ailleurs une vraie spoliation pour les contribuables du monde entier. Comment expliquer autrement que les îles Vierges britanniques soient, un exemple parmi d'autres, le deuxième investisseur en Chine, avant même les États-Unis ?

La solution du problème exige en réalité que l'on donne un petit coup de canif dans le dogme de la liberté de circulation des capitaux. Même le FMI (Fonds monétaire international) s'interroge désormais sur l'opportunité de remettre en question ce dogme pour traiter les crises financières, qu'elles se situent dans les pays émergents ou dans les pays développés. Il pourrait être décidé de rendre illégale toute opération avec des territoires qui refuseraient des visites d'inspection sur sites. Le gouvernement britannique pourrait également menacer les joyaux de sa Couronne d'une interdiction de domiciliation des *hedge funds* britanniques. Devant une telle menace, une négociation

ne tarderait pas à s'ouvrir... En dernière limite, pour faire disparaître les paradis fiscaux, le plus simple serait tout simplement de les interdire.

### **Prêts de titres : création d'un registre et limitation réglementaire des opérations**

Les prêts de titres, une part importante de la finance de l'ombre (autour de 20 000 Md\$ selon le FMI dont le tiers en zone euro), ne sont pour le moment ni transparents, ni réglementés. En cas de crise de liquidité, on imagine le caractère systémique de cette activité alors que le rapport du FMI de l'automne 2012 affirme qu'un même titre est utilisé 2,5 fois à un instant donné.

Quatre mesures pourraient être mises en place : transparence vis-à-vis des régulateurs *via* un registre, fixation d'une limite réglementaire sur la part de l'actif susceptible d'être prêtée par les gestionnaires de fonds, information des investisseurs sur la politique suivie, interdiction de la pratique du *reuse* (utilisation d'un même titre pour plusieurs usages).

### ***Trading* à haute fréquence : délai de latence, réforme des pas de cotation, ratio d'ordres annulés**

Le *trading* à haute fréquence, qui représente entre 50 % et 60 % des marchés d'actions aux États-Unis et en Europe, n'est toujours pas réglementé. Le 6 mai 2010, ces pratiques ont démontré leur caractère systémique en provoquant une baisse de l'indice Dow Jones de 10 % en quinze minutes, puis une remontée de 7 % en dix minutes. Depuis, les incidents se sont multipliés. Trois règles simples permettraient pourtant d'agir : la fixation d'un délai de latence, la réforme des pas de cotation (deux chiffres après la virgule au lieu de trois pour limiter les opérations d'arbitrage), la fixation d'un ratio d'ordres annulés par rapport aux ordres entrés. De plus, afin de maîtriser le risque systémique à tout moment, un coupe-circuit commun à toutes les plates-formes, sans exception, devrait être mis en place.

### **Ventes à découvert : marquage préalable des transactions, rachat immédiat en cas de défaillances**

Alors que les Américains avaient pris dès octobre 2008 des mesures très efficaces pour remettre un peu d'ordre sur ce marché qui a un caractère systémique en raison de sa procyclicité, les ventes à découvert étaient restées jusqu'en novembre 2012, date d'entrée en application de la directive, un véritable trou noir réglementaire en Europe, notamment au Royaume-Uni. La transparence des

positions les plus spéculatives, l'obligation de localiser l'emprunt des titres nécessaires à la vente, le rachat obligatoire des titres en l'absence de livraison deux jours après la transaction sont devenus une réalité. C'est un progrès important. Mais pour être complet, le dispositif devrait comporter une autre mesure : l'obligation de marquer les titres dès la réalisation de la transaction, comme aux États-Unis, et non en fin de journée. Cela permettrait d'éviter le « ni vu, ni connu » sur les opérations dénouées dans la journée (la très grande majorité des opérations).

### **Marchés d'actions : retour à des marchés réglementés et transparence complète des ordres**

En ce qui concerne les marchés d'actions, dont plus de la moitié des opérations se font aujourd'hui sans transparence, quelques règles simples, mais très fermes, pourraient être fixées : obligation de passer par un marché réglementé (suppression des plates-formes internes aux banques), obligation de transparence des prix avant et après transaction, définition très stricte de la tenue de marché (celle-ci donnant droit à de multiples dérogations réglementaires).

### **Normes comptables : respect par les Américains de leurs engagements**

Enfin, en ce qui concerne les normes comptables, accusées en 2008 d'avoir eu un effet procyclique en raison de la place donnée à la valeur de marché (la *fair value*), la mesure à prendre est simple. C'est le respect par les Américains de l'engagement pris en 2002 d'une convergence autour des normes internationales IFRS (International Financial Reporting Standards). Un engagement qui avait été renouvelé dans le cadre du G20 de Pittsburgh avec un horizon 2011 et qui est resté lettre morte.

Toutes ces mesures sont inspirées par une seule préoccupation : la maîtrise du risque systémique. Celle-ci devrait être le fil conducteur de toutes les négociations internationales. Or ce n'est pas du tout le cas actuellement. Naturellement, ces mesures auraient le plus souvent un coût important, voire très important, pour l'industrie financière. Elles ne pourraient donc recueillir l'accord des acteurs financiers. Comment faire de vraies réformes si l'on pose comme hypothèse de départ que les études d'impact de la Commission européenne, de la SEC (Securities and Exchange Commission) ou de la CFTC (Commodity Futures Trading Commission) doivent toutes conclure que les mesures envisagées ne doivent rien coûter aux acteurs financiers ? Ces réformes auraient le mérite de réduire en peu de temps l'hypertrophie de la finance mondiale sans provoquer de turbulences dans les marchés. En d'autres termes, la perspective d'une nouvelle crise financière s'éloignerait fortement, ce qui laisserait

du temps pour corriger les grands déséquilibres macroéconomiques auxquels les pays occidentaux sont confrontés.

## QUE FAIT-ON POUR LE MOMENT ?

En avril 2009, lorsque le G20 de Londres s'est réuni pour définir une feuille de route, les dirigeants semblaient sincères dans leur volonté de faire des réformes radicales. Ils semblaient décidés à changer de système, à remettre vraiment la finance au service de l'économie réelle. Ils semblaient avoir compris que le déclenchement des crises systémiques n'est pas dû au comportement délictueux de quelques individus, mais au système lui-même.

Or le suivi des négociations internationales depuis six ans laisse un profond sentiment d'inquiétude. On peut estimer, en analysant les chantiers un par un, que seulement le quart de la feuille de route a été exécuté aux États-Unis, le tiers en Europe. Bien sûr, plutôt que de donner la photo exacte de cette avancée de la feuille de route, il serait plus agréable de produire une carte postale politiquement correcte comme le font si souvent les dirigeants politiques, jamais avarés de mots pour saluer une nouvelle « étape historique »... Mais cette carte postale serait trompeuse. L'inquiétude ne vient pas seulement des retards qui ont été pris dans les grands chantiers en cours. Elle vient de la conviction que les réformes n'atteindront pas, une fois terminées, les objectifs qui avaient été fixés par le G20.

La réforme des banques est de loin la mieux engagée. Les exigences de fonds propres ont été plus que doublées, les ratios de liquidité ont été définis de manière équilibrée, le ratio de levier a été accepté des deux côtés de l'Atlantique. La supervision a été renforcée. En revanche, l'interdiction des activités spéculatives et la séparation d'une partie des activités de marché proposée par la Commission européenne ont déclenché une vraie levée de boucliers de la part des gouvernements, des banques et des banques centrales. Quand à la réforme de la pondération des risques, elle est à peine évoquée.

Pour réformer les marchés de dérivés, les régulateurs ont choisi une méthode complexe et très souple, très différente de celle, très simple et assez radicale, évoquée plus haut : ne rendre obligatoire le passage par des chambres de compensation que si les produits sont jugés suffisamment liquides, ne pas exiger que les transactions passent par des plates-formes réglementées, soumettre les produits peu liquides ou pas liquides à des appels de marge, ce qui peut avoir des effets procycliques en cas de crise de liquidité. Le chantier des dérivés, pharaonique alors qu'il aurait pu être beaucoup plus simple, n'atteindra pas son objectif qui était d'inverser les proportions entre marchés de gré à gré (90 % des encours) et marchés réglementés (10 % des encours). Le marché de gré à gré restera le plus important. Les produits dérivés soumis à une compensation



obligatoire ne représenteront probablement que 40 % des transactions une fois le chantier achevé. Les CDS eux-mêmes ne sont actuellement compensés qu'à hauteur de 15 %. Les dérivés de matières premières et les dérivés de change ne seront pas compensés. Les référentiels, ces registres qui sont destinés à relever l'ensemble des transactions, ne seront pas consolidés, ce qui interdira une vision globale du risque de marché.

Sept ans après la crise, les marchés de matières premières ne sont toujours pas soumis à la moindre réglementation visant à réduire la spéculation. Des limites de position avaient été décidées aux États-Unis, elles ont été suspendues dès le lendemain par les tribunaux. En Europe, la situation n'est pas moins préoccupante. Les limites de position ne seront pas fixées par l'autorité européenne, mais par l'autorité nationale, donc anglaise, puisque la majorité des transactions sont réalisées à Londres. Elles seront calculées en valeur nette et non en valeur brute. Les industriels du secteur de l'énergie et les sociétés de *trading* échapperont à l'enregistrement. Certaines transactions seront également exonérées car les Anglais jugent qu'elles ne peuvent recevoir la qualification d'« instruments financiers ». Enfin, la transparence hebdomadaire des positions spéculatives les plus importantes qui avaient été proposée par la Commission européenne ne sera pas mise en place.

La réglementation des *hedge funds* n'a imposé aucune limite à l'effet de levier. Une étude publiée en mars 2014 par le régulateur britannique montre que 36 % des *hedge funds* ont un effet de levier supérieur à 10, 10 % un effet de levier supérieur à 50 ! En Europe, la supervision a été confiée au régulateur national, c'est-à-dire, dans la plupart des cas, britannique, et non au régulateur européen, l'ESMA (European Securities and Markets Authority). La régulation se limite au contrôle des gérants et à une collecte d'informations à dates fixes au lieu de prévoir des contrôles à tout moment et sur sites. La disposition du G20 exigeant qu'un contrôle indirect des fonds *via* les banques prêteuses soit instauré n'a pas eu de suite pour le moment. Les gérants ne veulent surtout pas prendre le risque que leurs stratégies à un instant donné puissent être connues du marché.

La fermeté des discours des dirigeants politiques sur les paradis fiscaux ne doit tromper personne. Elle est inversement proportionnelle aux progrès accomplis. Les paradis fiscaux ont mauvaise presse et il importe de donner le sentiment que l'on agit avec détermination. L'échange automatique d'informations, applicable à partir de 2016 à la fraude des particuliers comme à l'évasion fiscale des entreprises, est certes un progrès, mais cette règle sera difficile à appliquer compte tenu de l'existence des *trusts*, de l'absence de visites sur sites et surtout du refus de mettre en cause, même à la marge, la liberté de circulation des capitaux. Le problème n'est pas tant celui de la fraude que celui de la transparence des transactions au moment où elles sont réalisées, mais surtout celui des opérations réalisées en parfaite légalité. Le maintien de paradis fiscaux en plein cœur de la zone euro est la démonstration même de cette absence de volonté politique.

Le blocage d'autres dossiers illustre cette grande inertie dans les réformes. Ni aux États-Unis, ni en Europe ne sont interdits les fonds monétaires à valeur constante, alors même que le Trésor américain avait dû donner sa garantie pour interrompre un mouvement de *run* au lendemain de la faillite de Lehman Brothers. Le Conseil de stabilité financière (CSF) a pourtant demandé leur interdiction.

En ce qui concerne l'activité de prêt de titres, aucune mesure n'a été prise pour le moment, ni aux États-Unis, ni en Europe, pour assurer la transparence de ces opérations et pour les encadrer. La Commission européenne a certes proposé de créer, comme pour les produits dérivés, des référentiels afin de rendre obligatoire la déclaration des opérations, mais la proposition européenne reste pour le moment bien isolée et n'est même pas encore validée.

La réforme des marchés d'actions n'améliorera qu'à la marge leur fragmentation et leur transparence. L'essentiel des dérogations seront maintenues. La tentation de faire jouer le compte propre des banques au lieu du marché restera toujours présente. Quant au *trading* à haute fréquence, il reste sans réglementation. Un accord a été trouvé en Europe sur l'une des trois mesures envisagées, la réforme des pas de cotation. Encore celle-ci risque-t-elle d'être réduite à peau de chagrin, les Anglais souhaitant introduire une exemption en cas de liquidité satisfaisante du marché.

Les bonus qui incitent à la prise de risque et choquent tant les citoyens ne seront pas réglementés aux États-Unis, contrairement aux engagements solennels pris dans le cadre du G20. Les mêmes excès qu'avant la crise y sont commis. En Europe, où une réglementation exigeante a été arrêtée, applicable à partir de 2015, il semble que l'imagination des banquiers britanniques soit plus active que jamais afin de trouver des « trous dans la réglementation ». Un système de rémunération hybride a été testé au début de 2014 : attribution de primes qui ne sont ni des salaires, car ponctuelles, ni des bonus, car officiellement non indexées sur la performance...

Quant aux normes comptables qui entretiennent la procyclicité, rendent difficiles les comparaisons et compliquent l'application des règles prudentielles, leur convergence est toujours inexistante.

## RECU DE LA GOUVERNANCE

Pendant près de quarante ans, du 15 août 1971, date de la fin de la convertibilité du dollar en or, au 15 novembre 2008, date du G20 de Washington, la gouvernance de la finance internationale n'a cessé de s'affaiblir. En janvier 1976, les accords de la Jamaïque avaient été le symbole de ce recul à venir puisqu'ils avaient donné une légitimité internationale, *a posteriori*, à la décision unilatérale des États-Unis d'abandonner toute discipline monétaire. Par ces accords,

le FMI et les gouvernements prenaient acte de la disparition du système monétaire international et de la place, désormais sans limite, faite au marché.

À partir de cette date, les dirigeants anglo-saxons ont amorcé le grand virage vers le tout libéral, le refus des règles et des contraintes, que Michel Albert qualifiait dès 1982 de « western économique ». Au fil des années, les gouvernements acceptèrent la généralisation de la flexibilité des changes, atténuèrent les règles qui encadraient la finance, firent confiance à une éthique présumée et à l'autorégulation. En Europe, le principe de l'indépendance des banques centrales fut généralisé, en partant du postulat que la politique monétaire est une chose trop sérieuse pour être confiée aux gouvernements. La libéralisation complète des marchés fut accélérée à partir des années 2000 avec l'Agenda de Lisbonne.

Le résultat de cette politique fut, comme pendant les années 1920, un déséquilibre spectaculaire entre la finance et l'économie réelle. La déréglementation de la finance, considérée comme le moyen de dynamiser l'économie réelle, s'est traduite par son anéantissement. Après des crises financières répétées, de plus en plus violentes, de moins en moins espacées, arriva la crise systémique de 2007-2009, véritable démonstration par l'absurde de la nécessité d'une gouvernance mondiale dans la finance.

Lors des G20 de Washington et de Londres, en novembre 2008 et avril 2009, la gouvernance s'est à nouveau imposée, comme un réflexe de survie. Les dirigeants politiques, les financiers, les économistes, les chefs d'entreprise, des plus libéraux à ceux qui l'étaient moins, tinrent tous le même discours. Ils appelèrent de manière urgente au sauvetage des banques et à la relance de la dépense publique, à une vraie régulation de la finance et à la fin du capitalisme financier, flamboyant.

Ce discours très clair, qui le tient encore aujourd'hui ? Cinq ans après, ce sont souvent les mêmes qui, oubliant la panique qui les avait saisis au moment de la crise, dénoncent l'excès de réglementation et plaident pour une réduction très forte de la dépense publique. L'État n'aurait-il comme seule mission que d'éteindre l'incendie lorsque la finance a mis le feu à la maison, en attendant qu'un nouvel incendie se déclare ? Y a-t-il un chef d'État qui ait le courage de rappeler les engagements solennels de 2009, d'exiger que l'on fasse un bilan de l'exécution de la feuille de route, de dire que le monde prendrait un risque majeur à ne pas tenir les promesses alors même que les États, surendettés du fait de la crise de 2008, n'ont plus les moyens de faire face à une nouvelle crise financière ?

L'argent tout puissant nous impose à nouveau sa vision néolibérale de la société et de l'action politique. Il n'y a pas d'autre explication au silence et à l'inaction. Les rapports de force entre l'argent et la politique ont toujours existé, mais ils n'ont probablement jamais été aussi déséquilibrés que dans la période actuelle. Dans son livre sur la crise de 1929, John Kenneth Galbraith considérait que le premier facteur de la crise était l'influence des « riches » qui avaient tiré toutes

les décisions de la société américaine dans les années 1920, qui avaient joué un rôle moteur dans la spéculation et la hausse formidable des marchés. Aujourd'hui, nous sommes dans une situation similaire. Même cause, mêmes effets.

## AUX ÉTATS-UNIS : LE DOUX DESPOTISME DES PUISSANCES D'ARGENT

Au cours d'une réunion à la Maison Blanche, en mars 2009, à la veille du G20 de Londres, Barack Obama avait stigmatisé les banquiers qui venaient plaider en faveur du maintien des politiques de bonus au nom de la compétitivité. Il avait rappelé à ses interlocuteurs que le peuple était à leurs portes avec des fourches. Pendant un an, le président américain a fait preuve de fermeté, a engagé de vraies réformes de la finance. Jusqu'à la loi Dodd-Frank de juillet 2010. Tout s'est ensuite arrêté. Les régulateurs ont consacré les quatre années qui ont suivi à négocier avec les *lobbies* pour transposer de manière la plus indolore qui soit les textes législatifs votés. Les *lobbies* ont consacré des budgets annuels supérieurs à 3 Md\$ pour peser sur les décisions des élus et des régulateurs. Parallèlement, le financement des campagnes électorales, complètement libéralisé depuis janvier 2010, a encore renforcé la dépendance des élus américains à l'égard des milieux financiers.

Les secrétaires au Trésor de Barack Obama, Tim Geithner, puis Jack Lew, étaient déjà les collaborateurs de Robert Rubin, artisan de la dérégulation dans l'équipe Clinton. Les allers-retours entre l'administration et la finance, entre la Maison Blanche et les *hedge funds*, ou bien les banques, restent une pratique courante. Comment Larry Summers a-t-il pu conseiller utilement Barack Obama après le G20 de Londres, alors qu'il s'est vigoureusement opposé à toute réglementation de ces produits dans les années 1990 et qu'il venait de quitter la gestion d'un *hedge fund* ?

La baisse des impôts sur les revenus et les plus-values pendant vingt ans et le refus du Congrès de les augmenter afin de faire face aux déficits, alors même que le taux des prélèvements obligatoires n'est que de 25 % du PIB, sont à l'image de cette véritable confiscation des institutions par la catégorie la plus aisée de la population. De 2002 à 2007, 1 % de la population s'est appropriée 65 % du revenu national et, dans la période récente, ce pourcentage a continué à s'accroître. Le revenu réel médian est aujourd'hui inférieur à ce qu'il était il y a vingt-cinq ans. Quant aux chômeurs de longue durée et aux travailleurs à temps partiel, ils sont systématiquement sortis des statistiques. Le bureau américain des statistiques de l'emploi estime ainsi que le taux de chômage serait en réalité plus proche de 15 % que de 6 %. Ce système comble pour un temps les marchés financiers, mais mine sur le plus long terme la démocratie américaine. Le recul de la gouvernance et l'incapacité de faire des réformes plus

importantes au plan international s'expliquent au moins autant par ce rôle de l'argent dans la société américaine que par la mondialisation, prétexte de tous les renoncements.

## **EN EUROPE : DES GOUVERNEMENTS DIVISÉS QUI DÉFENDENT LA COMPÉTITIVITÉ DE LEUR PLACE**

En Europe, les mêmes influences sont à l'œuvre, mais elles s'exercent de manière plus subtile. Les *lobbies* sont financièrement moins puissants, mais ils sont tout aussi efficaces en raison de la division des gouvernements, tous attachés à défendre la compétitivité de leur place financière, notamment sous la pression de la City, comme dans les années qui ont précédé la crise. La gouvernance est ainsi réduite au strict minimum.

Depuis 2010, le commissaire européen a proposé des textes qui répondaient généralement à la feuille de route du G20, en dépit d'un environnement idéologique bruxellois toujours très imprégné de néolibéralisme. Mais le trilogue entre la Commission européenne, le Parlement européen et le Conseil des ministres a ensuite considérablement réduit la portée des textes. Il est arrivé, très rarement, que le Parlement européen durcisse certaines dispositions réglementaires proposées par la Commission, par exemple sur les bonus ou les CDS souverains. Cela n'est jamais arrivé pour le Conseil des ministres. La récente directive sur les marchés d'actions a même refléter un certain découragement de la Commission devant les assauts répétés des parlementaires et des gouvernements. Sur plusieurs dizaines de points à arbitrer, elle a courageusement renvoyé les décisions vers l'ESMA. Il fallait bien parvenir à un compromis après deux ans et demi de discussions...

Les acteurs du monde de la finance se plaignent souvent de la longueur des textes, dénoncent trop de réglementation. Mais cette longueur et cette complexité n'ont qu'une origine, l'intervention des *lobbies*. Paul Volker avait, par exemple, souligné que son texte sur les banques (la *Volker Rule*), rédigé initialement en 30 pages, avait été progressivement porté à 298 pages par le Congrès. Il expliquait cela uniquement par l'intervention des *lobbies*. Il ajoutait qu'il était pour le moins choquant de voir ensuite les acteurs financiers se plaindre de la longueur des textes, considérer qu'ils étaient inapplicables ! Après le vote du Congrès, quelques centaines de réunions des *lobbies* avec les régulateurs portèrent ensuite son texte à plus de 900 pages ! Pourquoi rédiger des textes compliqués quand on pourrait retenir une formulation très simple ? Pour mieux les dénaturer...

Plus la crise de 2007 semble s'éloigner, plus l'autorité politique donne prise à l'influence de ces intérêts financiers. Cette emprise est d'autant plus forte que les dirigeants politiques européens sont souvent peu préparés à aborder les questions financières. Or, contrairement à ce que l'on croit souvent, la matière

financière est assez simple à comprendre. Le commissaire européen en charge des marchés financiers, Michel Barnier, a démontré en prenant ses fonctions en janvier 2010, alors même qu'il n'avait jamais exercé de responsabilités dans le monde de la finance, qu'en très peu de temps, il était possible de comprendre les enjeux des réformes. Encore faut-il refuser de se laisser entraîner sur le terrain de l'interlocuteur qui utilise parfois à dessein un jargon incompréhensible pour impressionner et convaincre. Encore faut-il faire l'effort minimum pour s'intéresser à des sujets qui ont tout de même un caractère systémique.

## DES BANQUIERS CENTRAUX QUI OUBLIENT DEPUIS VINGT-CINQ ANS LA STABILITÉ FINANCIÈRE

Ce recul de la gouvernance en matière de régulation internationale depuis trente ans, à l'exception de la parenthèse 2008-2010, ne concerne pas que l'autorité politique. Il concerne aussi les banques centrales. Celles-ci ont, en principe, pour mission essentielle d'assurer la stabilité financière. Ceux qui affirment que l'objectif de stabilité financière n'est pas explicitement formulé dans les statuts des banques centrales, ne donne pas lieu à des dispositions précises, afin de s'exonérer de toute responsabilité dans les crises, ont subitement une définition bien restrictive de leur mission... Dans l'action quotidienne d'une banque centrale, la stabilité financière n'est formulée nulle part parce qu'elle est présente partout : dans la politique monétaire (politique de taux, politique d'*open market* et politique non conventionnelle), dans la politique macroprudentielle (définition des normes de fonds propres pour les banques depuis 1988), dans la politique microprudentielle (supervision). Avec la mondialisation qui a considérablement réduit depuis vingt ans les risques d'inflation, puisqu'il y a une pression permanente à la baisse des prix en provenance des pays émergents, et surtout avec la multiplication des crises, l'objectif de stabilité financière aurait dû prendre une très grande importance.

Alan Greenspan reconnaissait lui-même que le rôle de la Fed ne devait pas se limiter à la maîtrise de l'inflation. Dans son fameux discours du 5 décembre 1996 dans lequel il dénonçait l'« exubérance irrationnelle des marchés », il avait admis qu'« évaluer les changements dans les bilans en général et dans le prix des actifs en particulier doit être une partie intégrante de l'évolution de la politique monétaire ». Mais il n'a tiré aucune conclusion de cette analyse. Ben Bernanke, monétariste intégriste, dans un discours prononcé à l'université de Chicago le 8 novembre 2002, avait en revanche dit très clairement que la politique monétaire ne devait pas se donner pour objectif de freiner la spéculation. Dans son analyse de la crise de 1929, il avait même été jusqu'à affirmer, comme Milton Friedman, que la modeste hausse de taux d'intérêt du printemps 1928 avait provoqué une récession au cours de l'été 1929, elle-même à l'origine du



*krach* financier du mois d'octobre. Il était manifestement un peu compliqué pour un monétariste d'avouer que le niveau très bas des taux tout au long des années 1920, officiellement justifié par l'absence d'inflation, avait laissé se développer une bulle spéculative.

Depuis que Paul Volker a mis fin à l'inflation au milieu des années 1980 avec des taux d'intérêt très élevés et, plus précisément, depuis le *krach* boursier de 1987, la Fed injecte de manière massive et continue des liquidités dans le système financier. Ces liquidités qui ne se sont que peu investies dans l'économie réelle, notamment en raison d'une croissance faible à partir de 2008, se sont déversées sur les actifs financiers des pays occidentaux. Lorsque l'argent est gratuit et que les liquidités sont abondantes, comment les acteurs de marché ne seraient-ils pas tentés de prendre des risques inconsidérés ?

Les investisseurs ont aussi placé ces liquidités empruntées à taux zéro à des taux rémunérateurs dans les pays émergents (*carry trade*). Puis ils ont commencé à les retirer quand la politique monétaire de la Fed s'est faite un peu moins accommodante et quand, prenant conscience des déséquilibres financiers de ces pays, ils ont craint que le risque de change ne se concrétise. Le FMI est-il lui-même dans son rôle lorsqu'il appelle la Fed à poursuivre sa politique ultra-accommodante de rachat d'actifs pour éviter des tensions dans les pays émergents ? Ne serait-ce pas reculer pour gérer demain une situation encore plus difficile ?

En zone euro, une politique monétaire accommodante a été pratiquée par la BCE depuis l'arrivée de Mario Draghi. Les liquidités fournies par la BCE aux banques espagnoles, italiennes et même françaises ont été en partie investies en dettes souveraines domestiques. Comment en aurait-il été autrement puisque la banque centrale prête à un taux proche de zéro et que les taux des pays périphériques atteignent 3 % ou 4 % ? Une pratique d'autant plus tentante que l'autorité prudentielle traite la dette souveraine comme un risque zéro. En cas de retournement des taux, les pertes des salles de *trading* pourraient être lourdes. La détention de dettes souveraines n'est pas vraiment le métier des banques, surtout dans une zone euro en crise, où l'on souhaite officiellement couper le lien entre les banques et les États.

Cet affaiblissement de la gouvernance chez les banquiers centraux va au-delà du soutien constant apporté aux marchés financiers. La guerre monétaire à laquelle on assiste entre banques centrales dans une stratégie de dévaluations compétitives, des États-Unis au Japon, en passant par le Royaume-Uni, est un vrai défi pour la stabilité monétaire. Le système monétaire international est mort avec la flexibilité générale des changes, ce qui est en soi un facteur de déséquilibre majeur. Mais fallait-il que certaines banques centrales tentent de profiter de ce grand désordre pour pousser leur avantage, utilisent la création monétaire pour soutenir artificiellement les exportations, ajoutent en définitive le désordre au désordre ?

Certains dirigeants de banques centrales semblent également tentés, à l'image



de ce que font les gouvernements, de donner la priorité à la compétitivité de leur place financière sur la stabilité financière. En juin 2014, le gouverneur de la Banque d'Angleterre a ainsi confirmé qu'il était prêt à apporter des liquidités à la finance de l'ombre pour renforcer la puissance de la City. Quand on sait qu'il est également président du CSF, le bras armé du G20 en matière de régulation, on est en droit de se demander si les dirigeants de banques centrales n'éprouvent pas aujourd'hui une certaine difficulté à gérer les conflits d'intérêts. Lorsque le gouverneur de la Banque de France intervient très vigoureusement pour dénoncer les propositions de réformes des structures bancaires de la Commission européenne, des réformes susceptibles de pénaliser la rentabilité des banques françaises, on est également à la frontière entre deux exigences, la compétitivité de place et la stabilité financière. Mais la seconde devrait toujours l'emporter sur la première.

L'indépendance de la Fed et de la FRBNY avait été à l'origine de la très grande vague spéculative des années 1920 sur les marchés américains. En fait d'indépendance, ces institutions étaient dans la main des banques d'affaires de l'époque. Dès son arrivée au pouvoir, Franklin Delano Roosevelt mettra bon ordre à ces conflits d'intérêts. Depuis une vingtaine d'années, l'indépendance des banques centrales est considérée comme un principe absolument intangible, même si le sens que l'on donne au mot « indépendance » est très différent à Francfort, à Washington et à Tokyo. Il serait peu réaliste de plaider aujourd'hui en faveur d'une remise en cause de ce principe tant la pensée néolibérale y semble attachée. Mais qui pourrait soutenir qu'au cours des quinze dernières années, la politique monétaire aurait été encore plus accommodante qu'elle ne l'a été si elle était restée dans la main des gouvernements ? Et comment ne pas voir que le moyen le plus efficace de bien conduire la politique économique serait de placer les deux leviers de commande, politique monétaire et politique budgétaire, entre les mains du même pilote ? Ce débat refait surface aux États-Unis et pourrait un jour retrouver une certaine actualité.

Néanmoins, pour le moment, une réforme importante consisterait à placer, de manière très explicite, la stabilité financière au centre des missions des banques centrales. Cela permettrait de lever définitivement d'éventuels malentendus à ce sujet. L'idéal serait que la politique monétaire de la banque centrale ait un triple objectif : stabilité financière, stabilité monétaire (inflation) et emploi. On relèvera que la BCE ne poursuit actuellement qu'un seul de ces objectifs...

## **L'AUTORITÉ POLITIQUE DEVRAIT ÊTRE PLUS PRÉSENTE DANS LA RÉGULATION MACROPRUDENTIELLE**

La politique monétaire resterait ainsi du ressort de banques centrales indépendantes, mais dans le cadre d'objectifs mieux définis. La politique micro-

prudentielle serait également entièrement entre les mains des banques centrales (supervision). En revanche, les responsabilités en matière de politique macroprudentielle (définition des règles et des normes encadrant les banques et la finance) devraient être repensées en termes de gouvernance. L'autorité politique doit en effet être plus présente dans la politique macroprudentielle. Lorsqu'il s'agit de définir les grands principes de la stabilité financière et de l'allocation des ressources mondiales, il est normal que l'indépendance des banques centrales rencontre certaines limites.

Jusqu'à la crise de 2008, la politique de régulation macroprudentielle a été entièrement laissée aux banques centrales. Les accords de Bâle II, annoncés le 26 juin 2004 à l'issue d'une réunion des gouverneurs des banques centrales et des régulateurs prudents, ont révolutionné la distribution du crédit. Ils étaient censés « accroître la sécurité et la solidité des banques, renforcer par là même la stabilité du système financier dans son ensemble ». Or ils ont eu des conséquences assez catastrophiques du fait de l'instauration du système de pondération des risques : allègement des exigences de fonds propres pour les banques, distribution du crédit favorable aux activités financières, traitement discriminant entre catégories d'emprunteurs, absence de transparence dans le calcul des ratios, gestion des risques avec un rétroviseur du fait de l'utilisation des historiques de pertes, pouvoir considérable donné aux agences de notation. La Commission européenne a repris le travail des experts du Comité de Bâle dans une directive après discussion avec les banques en 2006. À aucun moment l'autorité politique ne s'est intéressée à cette « boîte noire » de la pondération des risques. Ce système qui décide de l'allocation des ressources de crédit dans le monde n'est connu que des banquiers et des banquiers centraux.

Avec la crise, les gouvernements ont naturellement commencé à s'intéresser à la politique macroprudentielle, en diverses occasions : G20, CSF, Conseils du risque systémique, exigences de fonds propres, ratios de liquidité, ratios de levier, etc. L'autorité politique sait que les ratios de fonds propres ont été durcis, mais elle ne s'est toujours pas intéressée au système de pondération des risques. Plusieurs études ont pourtant récemment attiré l'attention sur l'importance de ce sujet. Dans une étude publiée en décembre 2012, un économiste de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques), Patrick Slovik, a mis en garde : « La réglementation bancaire pourrait avoir contribué à, voire renforcé, des chocs systémiques qui se sont matérialisés lors de la crise financière. La réglementation des fonds propres fondée sur les actifs pondérés par les risques encourage l'innovation conçue pour contourner les exigences réglementaires et éloigne les préoccupations des banques de leurs principales fonctions économiques. » Deux économistes du FMI, Vanessa Le Leslé et Sofiya Avramova, ont également affirmé au même moment que le système de pondération des risques « laisse une place considérable à la subjectivité et à l'interprétation ». Le rapport Liikanen et le Comité de Bâle lui-même ont mentionné des dysfonctionnements.

Il serait utile que l'autorité politique s'intéresse à ce sujet tellement important pour la stabilité financière et l'allocation des ressources. Comme cela a déjà été mentionné à propos des réformes touchant les banques, une réforme pourrait consister à revenir à un système de pondération « standard », à la main des régulateurs et non à la main des banquiers, beaucoup moins discriminant, beaucoup moins favorable aux activités financières (financements de matières premières, de *hedge funds*, etc.). Le pouvoir des agences de notation serait, de fait, réduit puisque la note influencerait moins sur la distribution du crédit. De manière urgente, une évaluation du système qui a révolutionné l'allocation des ressources mondiales depuis 2004 s'impose. L'autorité politique devrait l'exiger.

L'importance des normes prudentielles dans la gestion du risque systémique et l'importance des méthodes de calcul de ces normes pour l'allocation des ressources pourraient conduire à revoir la gouvernance du Comité de Bâle. Pour le moment, les experts du Comité de Bâle travaillent en effet sous le contrôle exclusif des banques centrales. Un comité de surveillance pourrait être créé avec une présence de l'autorité politique. Pour l'Europe, le commissaire en charge des marchés financiers assisterait aux réunions les plus importantes, de même qu'il participe depuis la crise aux réunions du Monitoring Board qui contrôle l'IASB (International Accounting Standards Board). L'autorité comptable pourrait également avoir un rôle d'observateur dans les réunions d'experts puisque l'inverse existe (présence du Comité de Bâle à l'IASB). Cela ne pourrait que faciliter la convergence entre normes comptables et normes prudentielles, une convergence absolument indispensable comme on a pu le constater au moment de la crise.

La gouvernance du Comité européen du risque systémique (CERS) devrait également être revue. Le CERS devait être un observatoire avancé des risques et surtout une institution réactive, dotée des pouvoirs lui permettant d'agir lorsque des risques systémiques se précisent. Or sa composition et ses statuts l'empêchent actuellement de jouer ce rôle. Les réunions ne rassemblent pas moins d'une centaine de personnes (tous les régulateurs nationaux et européens) ! De plus, le fait d'en avoir confié la présidence à la BCE n'est pas le meilleur moyen de lui voir jouer un rôle puisque celle-ci estime qu'elle exerce déjà cette prévention des risques. Enfin, l'autorité politique est totalement absente du fonctionnement de l'institution.

Dans le rééquilibrage de la gouvernance du CERS, exemple pourrait être pris sur les États-Unis. Depuis 2010, le FSOC (Financial Stability Oversight Council) réunit une quinzaine de personnes dont une dizaine seulement ont le droit de vote. Il est présidé par le secrétaire au Trésor et comprend notamment le président de la Fed et les présidents des autorités de régulation. En Europe, on pourrait imaginer que ce soit le président de la Commission européenne qui préside le Conseil, en présence du président du Conseil, du président de la BCE, du commissaire en charge des marchés financiers, des trois présidents des autorités européennes de régulation et de la

présidente du Comité de supervision bancaire. Comme aux États-Unis, le dispositif serait ainsi très resserré et l'autorité politique serait au premier plan.

## LE G20 REMPLIT-IL ENCORE SON RÔLE ?

Les trois G20 de Washington, Londres et Pittsburgh avaient été des modèles de gouvernance mondiale en matière de régulation financière en 2008-2009. Une feuille de route précise avait été définie, avec une implication forte des grands dirigeants du monde.

Les G20 qui ont suivi ont été à l'image de la démobilisation qui a accompagné la reprise des marchés financiers. Ils ont été davantage consacrés à la coordination des politiques économiques qu'à la régulation financière. Toronto et Séoul en 2010, Los Cabos en 2012 ont été consacrés à la macroéconomie (croissance, déficits, politiques de dévaluations compétitives), Cannes en 2011 et Saint-Pétersbourg en 2013 ont été détournés de leur ordre du jour par l'actualité (crise de l'euro, Syrie). Le G20 délègue en fait de plus en plus au CSF. Or celui-ci est piloté par les gouverneurs des banques centrales. L'autorité politique n'est plus au premier plan, loin de là. Quant au FMI, il joue davantage un rôle de traitement des crises que de prévention et sa proximité à l'égard du monde anglo-saxon, maintes fois critiquée dans le passé, interdit qu'on lui confie un rôle plus actif dans la réforme de la finance. Cela n'enlève rien à la qualité des études réalisées par ses experts...

Certains observateurs ont suggéré qu'à côté du G20, qui traite principalement de l'évolution de l'économie mondiale au niveau des chefs d'État, et qu'à côté du CSF, qui est dominé par les banques centrales, il y ait une organisation mondiale de la finance, un observatoire impitoyable, inflexible, du risque systémique, une institution en charge de l'accélération des réformes. Ce serait en quelque sorte l'équivalent de l'OMC (Organisation mondiale du commerce) pour la finance. Les gouvernements seraient représentés à très haut niveau et lors de réunions exceptionnelles au plus haut niveau. Ce qui manque en effet aujourd'hui dans le paysage mondial, c'est une organisation qui rappelle à l'ordre les gouvernements, les régulateurs, les banquiers centraux, les acteurs financiers, lorsqu'ils s'éloignent de la feuille de route et que les risques sont là.

L'amorce d'une gouvernance mondiale doit impérativement être prolongée au-delà de la gestion des crises, pour mieux les prévenir. Il serait illusoire de croire qu'un simple supplément de morale ou d'éthique peut nous éviter de nouvelles crises, que l'élimination de quelques managers ou de quelques *traders* peut suffire à assainir le système. Cela risquerait de n'être qu'un alibi pour ne rien faire. La protection de l'épargne et des contribuables, une croissance durable, une mondialisation plus équilibrée exigent un changement de système, pas seulement un changement des comportements, ni même quelques réformes consensuelles.