

La conférence-débat du 17 mars 2009



Michel Aglietta à Xerfi



Laurent Faibis et Michel Aglietta

*La crise mondiale et l'absolue nécessité de mieux maîtriser les processus déséquilibrants de la finance internationale rendent impératives sa refonte. Michel Aglietta a détaillé les contours de cette refondation lors d'une présentation chez Xerfi de son dernier livre « Crise et rénovation de la finance ».*

**Vers une régulation macro-prudentielle**

Michel Aglietta (MA) insiste sur la nécessité de politiques macroprudentielles par opposition au système microprudentiel (consacré par Bâle-I et Bâle-II) qui a prévalu jusqu'à maintenant. Cette doctrine présupposait que la solvabilité de chaque institution financière garantissait la stabilité de l'ensemble selon une logique *bottom-up*. C'est cette logique qu'il faut inverser (*top-down*) en conférant aux autorités publiques, essentiellement les banques centrales, la prise en charge de la stabilité financière.

**Le nouveau rôle des banques centrales : la prise en charge de la stabilité financière**

C'est le « pivot d'une nouvelle régulation » précise MA. Surtout cela va à l'encontre de la doxa qui voulait que la seule feuille de route des banques centrales soit le contrôle de l'inflation (*inflation targeting*) en postulant que sa seule maîtrise assure la stabilité économique dans son ensemble : la stabilité financière est contenue dans la stabilité des prix. Un postulat « fondamentalement faux » affirme MA car « il identifie le prix des biens et des actifs dont le mode de formation n'a rien à voir » et qui a amené les banques centrales à être laxistes vis-à-vis de l'expansion du crédit car elles ne voyaient rien sur l'évolution du prix des biens et des services. La

stabilité financière globale doit donc être un objectif en soi de la banque centrale qui ne doit plus jouer seulement les pompiers quand la crise survient mais intervenir tout au long du cycle financier, notamment pour limiter les déviations dans les phases d'euphorie.

**Le nouveau moyen d'action des banques centrales : la provision pour risque systémique**

Pour ajuster le développement du crédit aux capacités de l'économie et à son évolution (ce qui peut être mesuré statistiquement), l'autorité monétaire doit décourager l'excès de crédit. Cela ne peut se faire par le taux d'intérêt (outil déjà utilisé pour réguler l'évolution des prix). Il faut donc un autre instrument. Comme ce sont les banques et les autres institutions financières qui sont à l'origine des dérapages, Michel Aglietta préconise l'introduction d'une nouvelle « *contrainte en capital* » pour diminuer l'effet de levier dans les phases de forte expansion. Cela serait pour les banques comme une « *assurance obligatoire* » contre le risque systémique (interdépendance des banques les unes par rapport aux autres), risque qu'elles ne peuvent maîtriser individuellement.

Le calcul de cette provision échoirait au « *superviseur* », seul capable de quantifier le risque systémique. Le capital nécessaire serait fonction de « *l'intensité de la contribution d'une banque ou d'une institution financière au risque systémique* ».

MA distingue deux catégories d'opérateurs :

1. les institutions individuellement systémiques par leur taille ou par leurs interconnexions.

.../...

2. les institutions systémiques en tant que participants d'un groupe mimétique (*Hedge fund*) qui ont un comportement grégaire.

Toute déviance par rapport à la nouvelle norme serait « automatiquement » (pour éviter les interférences entre régulateur et régulé) sanctionnée par une action correctrice précoce (ACP) : conversion obligatoire de dettes en actions.

### Il faut un nouveau code de faillite pour les banques

La politique de stabilisation financière repose donc sur un accroissement pré-annoncé des contraintes pesant sur les activités de la banque, à mesure que sa situation financière se dégrade, jusqu'à une résolution (vente, fusion ou liquidation de l'institution) avant que le capital ne tombe à zéro. Mais pour qu'un tel dispositif fonctionne il faut un code des faillites spécifique pour les banques (différent de celui des autres entreprises) qui ne soit pas judiciaire mais administratif, le régulateur ayant la main sur le processus de résolution de la défaillance bancaire.



### La nécessité d'une plus grande standardisation de la titrisation.

La titrisation n'est pas à remettre en cause car « *c'est un moyen efficace de réduire les coûts de financement, de mieux disséminer les risques et d'enrichir la gestion d'actifs* ». Concevoir des produits adaptés aux besoins spécifiques des clients est une activité essentielle de la finance mais le « *sur-mesure* » pose des problèmes évidents d'évaluation des produits par les superviseurs.

### Principes de base pour une titrisation standardisée

Quatre grands principes de base forment les piliers d'une titrisation maîtrisée selon MA :

1. Ne titriser que des crédits homogènes et standardisés en s'assurant que les emprunteurs ont été sélectionnés sur la base de leur capacité à rembourser les prêts.
2. Constituer des *pools* dont le risque est compréhensible aux acheteurs finaux. La composition de ces *pools* doit être divulguée : « *pas d'empilement de titrisation sans finalité économique autre que les commissions de ceux qui les fabriquent* ».
3. Evaluer les crédits d'origine de sorte que la qualité de l'évaluation ne soit pas négativement affectée par le fait de savoir qu'on offre des prêts pour les revendre. Il faut obliger les banques octroyant les crédits à conserver la tranche *equity* (la plus risquée) et interdire la déconsolidation des structures hors bilan.

4. Organiser la liquidité des titres émis en contrepartie des *pools* de crédits *via* des marchés organisés.

Les acteurs moins ou non régulés pourront s'engager davantage sur les marchés de gré à gré, mais seront ainsi clairement identifiés comme plus risqués.



### Agences de notation : en finir avec les conflits d'intérêts

Les pratiques des agences de notation ont révélé de sérieux problèmes, notamment de relations incestueuses avec les banques d'affaires. La note était de fait « *ajustée aux intérêts du vendeur* » et le fruit d'un système d'évaluation opaque. Dès lors que l'on considère que la notation est un bien public indispensable au bon fonctionnement des marchés, il est impératif que les autorités de tutelle imposent des règles de bonne conduite en séparant les activités de conseil et de notation et en imposant l'obligation de rendre transparent aux investisseurs l'ensemble des hypothèses qui influence les risques des produits titrisés et la vulnérabilité des notations aux risques extrêmes.

.../...

### Nouvelle gouvernance des banques et contre pouvoirs

« Ce sont les individus qui font fonctionner le système ». La crise n'est donc pas une affaire de système mais d'hommes et derrière la crise financière se cache « le naufrage de la gouvernance selon le principe de la valeur actionnariale ». En d'autres termes, c'est l'échec consommé du contrôle des dirigeants par le conseil d'administration. Il faut donc revoir totalement le rôle et les acteurs du conseil d'administration, « lieu stratégique où doit se concentrer le contre-pouvoir ». Un contre-pouvoir qui superviserait également le contrôle du risque.



### La réforme des rémunérations : enjeu crucial des contre-pouvoirs

- **Les bonus**

Au-delà de leurs montants abusifs, les rémunérations des dirigeants sont également

complètement « déconnectées » de toute notion de performance note MA et d'élargir son analyse à « toute la structure des rémunérations par les bonus ». Michel Aglietta propose donc que les « bonus soient soumis au contrôle des risques, calculés sur des périodes suffisamment longues et modulés par un malus ».

- **Les stock-options**

Les stock-options, l'autre composante des rémunérations, en étant dissociées de la performance de ceux qui les perçoivent « antagonisent » les managers et les actionnaires. Le prix d'exercice est presque toujours le cours boursier de l'entreprise au moment de l'allocation des options. Ce prix restant fixe, le gain du bénéficiaire est la différence entre le prix d'exercice et celui de la revente. Or ce dernier n'est pas exclusivement lié à la qualité du management mais à l'orientation générale des cours boursiers et en particulier à la hausse des actions dans le secteur où se trouve l'entreprise. Ce sont ces deux derniers facteurs qui ont joué à plein pour les banques d'affaires créant une rente que les dirigeants ont capté au lieu d'être partagée entre les parties prenantes.

Deux solutions s'imposent alors d'elles mêmes selon MA : « la première est d'indexer le prix d'exercice sur l'évolution générale des cours boursiers et sur l'évolution dans le secteur d'activité de l'entreprise. La seconde est d'introduire un délai obligatoire de trois à cinq ans pour le droit d'exercice ». Il faut en finir avec la dictature du court terme.

### Pour un réveil des investisseurs institutionnels

Comme le remarque Michel Aglietta « les actionnaires ont pris le pouvoir de droit, mais les managers l'ont capté de fait ». Aucune réforme dans le mode de gouvernance des banques ne pourra se matérialiser sans une implication plus active des grands investisseurs (fonds souverains, fonds de pension, fonds commun de placements, Cie d'assurances, etc.) dans les conseils d'administration pour éviter « les politiques aventureuses ». □



Michel Aglietta est l'un des meilleurs spécialistes du système financier international. Il est professeur de sciences économiques à l'université de Paris-X, consultant au CEPII et à Groupama Asset Management. Il est l'auteur de nombreux ouvrages qui ont fait date sur la monnaie et la finance moderne.