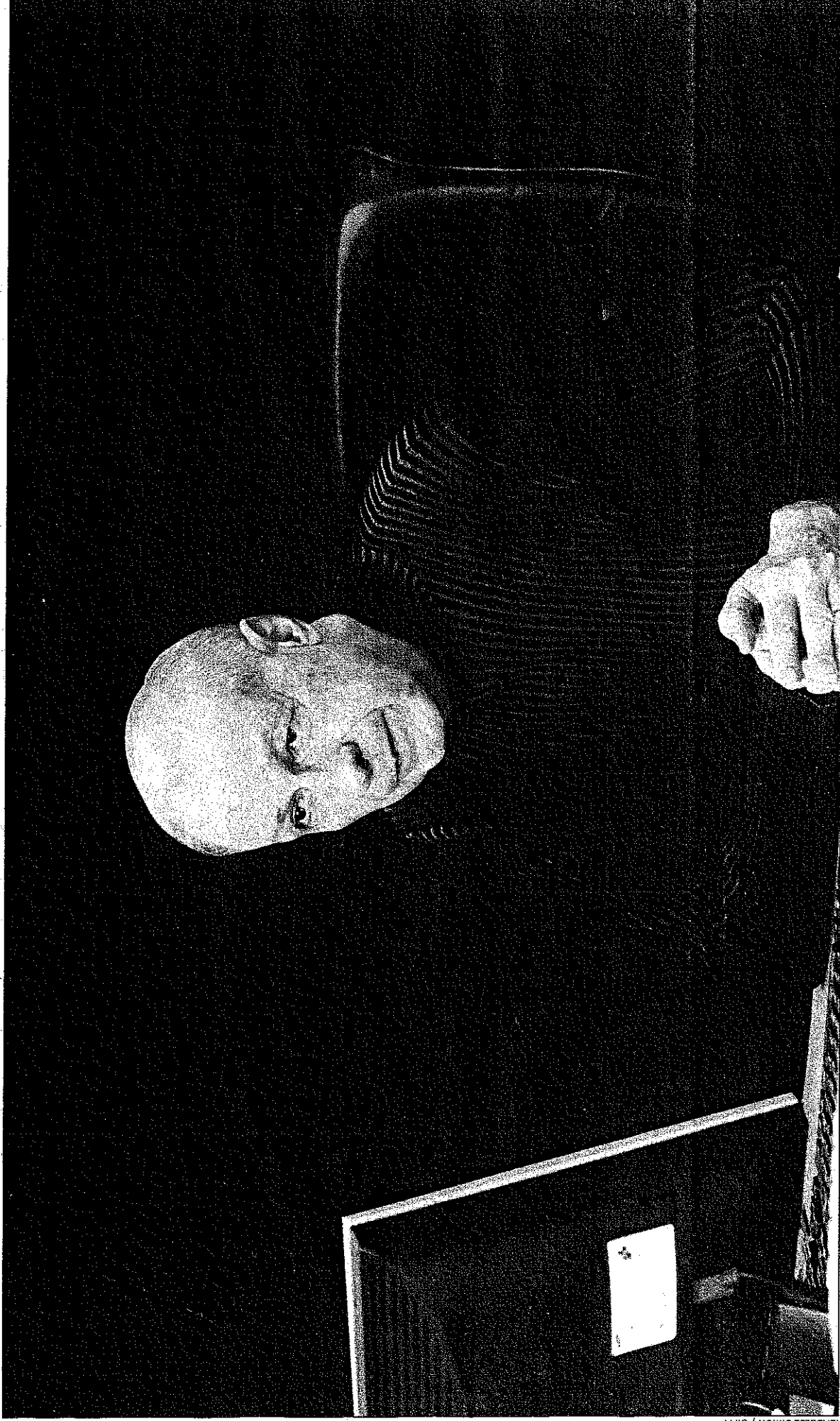


A voix haute

Michel Aglietta,
conseiller scientifique au Cepii

“L'épée de Damoclès du système bancaire n'est toujours pas levée”

Visite accompagnée avec l'un des meilleurs guides de haute finance pour s'y retrouver dans le labyrinthe de la crise.



“Il faut sortir de cette crise au plus vite et le mieux possible. Le retour de la croissance est le meilleur remède à tous ces maux. Or ce qui est franchement inquiétant est le cafoillage persistant autour du sauvetage des banques.”

Par Philippe Plassart.

Contrairement à beaucoup d'experts auto-proclamés, Michel Aglietta ne s'est pas improvisé en un jour spécialiste de la finance. Et c'est fort d'un savoir accumulé et mis à jour depuis plusieurs décennies qu'il s'autorise un décryptage approfondi de la crise et de toutes ses ramifications. Mais il y a chez lui un plus, un cheminement personnel qui l'a fait partir au début des années 70 des rives de la “régulation” - analyse

crypto-marxiste des régimes de croissance - en passant par celle du capitalisme patrimonial à laquelle certains compagnons de route ont cru qu'il avait succombé. Mais en observant les “désordres dans le

capitalisme mondial” et en démontant au plus près les rouages de cette “finance de marché”, il fut l'un des premiers à en percevoir les dangers.

Cela ne donne que plus de poids à son avertissement du jour à propos de la situation bancaire : “Nous vivons un temps suspendu à l'incertitude. La situation demeure périlleuse. Et il est prudent de ne pas écarter le pire.” Un cap redoutable à franchir qui ne doit pas dispenser en même temps de

“penser l'avenir”. Et l'économiste de proposer un schéma nouveau de régulation financière qui placerait les Banques centrales au coeur du dispositif. Et face à leurs responsabilités.

**“Nous vivons un temps suspendu à l'incertitude.
La situation demeure périlleuse
et il est prudent de ne pas écarter le pire”**

On ne pourra pas sortir de la crise comme on y est rentré, c'est-à-dire en repartant sur un régime de croissance déséquilibré fondé sur le développement non contrôlé du crédit. Mais il faut aussi avoir conscience que ce qui nous menace, c'est d'entrer dans une période prolongée de croissance basse. Alors que le monde a un potentiel formidable de développement si l'on songe au rattrapage des pays émergents sur le niveau de vie de l'Occident. Ces pays ont besoin de capital à long terme, de construire leurs infrastructures, d'investir en capital humain, tandis que nous, nous devons remonter notre épargne. Il faut pour organiser le recyclage bâtir un système financier solide en le remettant d'aplomb.

La dérive d'un système

Deux phénomènes essentiels se sont formés au cours des vingt-trente dernières années. Il y a eu en premier lieu la montée très forte des inégalités de revenus dans le monde entier - je souli-

gné cette dimension planétaire car elle est essentielle -, celle-ci résultant de la déconnexion des salaires et de la productivité. Cette rupture est venue d'abord de la montée astronomique des taux d'intérêt réels liée à la désinflation qui a distordu les prix relatifs entre le travail et le capital, puis le relai a été pris

“On aurait dû entrer dans un régime de basse croissance. Cela n'a pas été le cas, au prix d'une progression insoutenable de l'endettement”

par la mondialisation qui a mis à disposition une énorme quantité de travail bon marché. Parallèlement, deuxième phénomène majeur, des déséquilibres financiers massifs se sont formés entre des pays à déficit d'épargne et des pays à excédent d'épargne. Or il faut bien comprendre que ces deux évolutions répondent à la même logique fondamentale : dès lors

que la répartition des revenus - et derrière elle la demande - a été déstabilisée (phénomène 1), on aurait dû entrer dans un régime général de basse croissance économique. Or tel n'a pas été le cas, la croissance ayant été ces dernières années au contraire particulièrement forte. Cela n'a été possible qu'au prix d'une progression extraordinaire de l'endettement, source de profonds déséquilibres (phénomène 2). Or une fois sur cette lancée, le système a dérivé inéluctablement. A répartition des revenus inchangée, et dès lors que les pays émergents, la Chine au premier chef, ne prenaient pas le relais faute de disposer d'un système financier ou de protection sociale adaptés pour stimuler la demande chez eux, le régime de croissance ne pouvait se prolonger que par la poursuite d'un endettement supplémentaire pour augmenter la consommation. Cette évolution tendancielle rejoignant celle d'une exigence de rendement financier excessif. C'est cette mécanique auto-entretenu dont certains avaient pu croire qu'elle pouvait s'installer durable-

A voix haute

ment – surtout dans les pays anglo-saxons où sont nées et développées la plupart des innovations financières visant à traiter les risques de crédit – qui s'est finalement brisée sur des niveaux d'endettement exagérés et sur des montages financiers imprudents que la crise a mis en pleine lumière. Cependant ma vision est celle d'un facteur commun de déséquilibre entre deux systèmes : l'un à dominante anglo-saxonne qui s'est lancé dans une fuite en avant d'endettement – les pays européens continentaux restant de ce point de vue modérés, sauf exception – et l'autre émergent – chinois pour l'essentiel – qui n'a pas su, voulu, imaginé une autre gestion d'un excès d'épargne de précaution.

Le marché du crédit en échec

Le marché du crédit n'est pas habituellement un marché comme les autres. Cette spécificité s'est encore accrue dès lors que le crédit était demandé pour le financement d'une anticipation de la richesse future et non pour réaliser des projets. Autrement dit, le prêt déconnecté du revenu capable de le rembourser et seulement relié à l'espoir de la hausse indéfinie du prix d'au moins un actif (dans le cas d'espèce, le pari portant sur l'immobilier). Mais ces actifs étant aussi des garanties (le "collatéral"), l'offreur de crédit fait la même anticipation que le demandeur si bien que les parties prenantes sont amenées à parler sur la même chose : la hausse du prix des actifs, ce qui pousse à la constitution d'une bulle. Mais la mécanique va plus loin puisque offre et demande de crédit montent en même temps, le coût du crédit lui, ne bouge pas. Et de fait, les taux d'intérêt sont restés extrêmement stables sans que joue cette force de rappel du renchérissement du crédit. D'où un résultat redoutable : l'effacement du risque et de sa perception

"Il faut bien ici parler d'un système bancaire parallèle dont l'assise reposait sur un refinancement à court terme permanent et non sur des dépôts"

dans un processus où tous les acteurs ont intérêt à se voiler la face. Là se situe précisément l'échec du marché du crédit. Les pertes peuvent s'accumuler, elles restent cachées derrière la hausse des prix des actifs. C'est le renversement du prix – et seulement à cette occasion – qui révèle les pertes. Et qui crée immédiatement le risque systémique aggravé par le problème de la liquidité. D'autant que les acteurs financiers les plus actifs dans ce processus – essentiellement les banques d'investissements et américaines avant tout (parce qu'ils en tiraient une rente énorme grâce aux commissions qu'ils prenaient sur l'ensemble du système économique) – n'ont pas de base de dépôt. Il faut bien ici parler d'un système bancaire parallèle dont l'assise reposait sur un refinancement à court terme permanent s'est écroulée dès lors que les prêteurs d'argent frais à court terme – via les Sicav monétaires – cessent leur apport.

L'aveuglement des Banques centrales

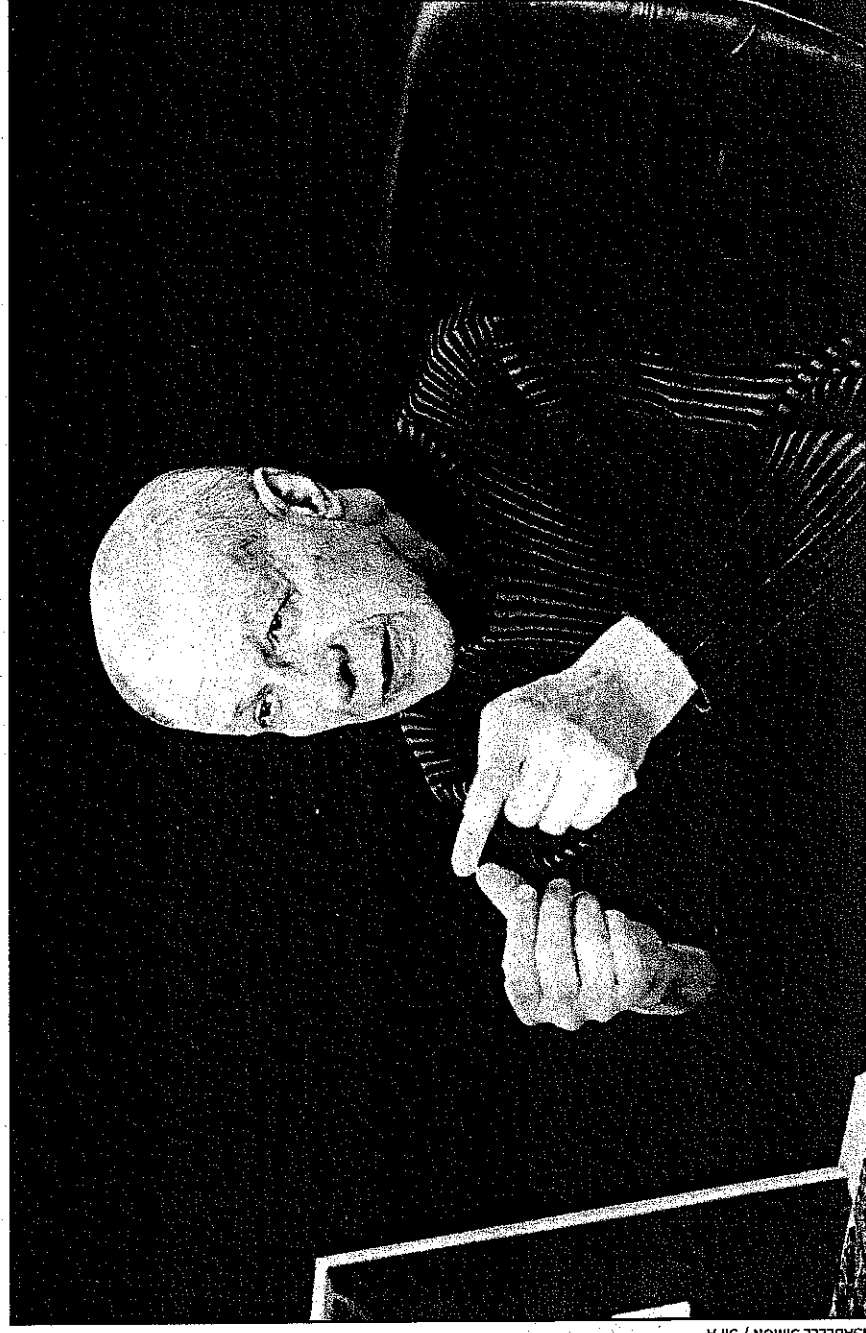
Les Banques centrales n'avaient pas comme mission de déceler les risques mais de veiller exclusivement à la stabilité des prix. Cette conception héritée de la période de lutte contre l'inflation, consacrée par leur indépendance postule que si les prix sont stables, la finance l'est aussi. La crise met fortement à mal

"Mais en général l'accent ne fut pas mis sur ce qui s'est révélé crucial : le crédit"

ce postulat et c'est un euphémisme. De même celui des ratios de Bâle selon lequel le contrôle des institutions financières une par une garantit la stabilité globale du système. Certes la question de savoir s'il fallait prendre en compte l'évolution des prix des actifs a fait l'objet de recherches chez les techniciens et les économistes, car lors de chaque crise des dernières années, un actif était concerné. Mais en général l'accent ne fut pas mis sur ce qui s'est révélé crucial : le crédit. Et la doctrine des Banques centrales n'a pas évolué. Les grands argentiers se sont rangés derrière deux arguments. Le premier avancé est la difficulté de détecter la réalité de la bulle, le deuxième, celui d'Alan Greenspan, tient à l'incapacité de créer une bulle sans casser la croissance économique par le maintien des taux d'intérêt. Le patron de la Réserve fédérale

"Tout le monde a été, en quelque sorte, aveuglé par la manière même dont a été conçue l'évaluation des risques"

se résolvait à agir après coup en assumant le rôle de prêteur en dernier ressort. Une position que l'on peut juger cohérente... Cela n'a pas empêché de rater cette fois l'essentiel : le risque systémique lié à la spécificité du crédit. Or cette construction a échappé aux régulateurs, et aux premiers d'entre



"La nouvelle gouvernance ? Les dirigeants de sociétés n'ont eu aucun mal à contourner ces nouvelles règles et à les tourner en ridicule en nommant des administrateurs indépendants totalement incompetents. N'a-t-on pas vu une ancienne actrice d'Hollywood siéger au sein du conseil de Lehman Brothers?"

eux, les Banques centrales, celles-ci n'ayant jusqu'ici dans leur ligne de mire que les banques de dépôt. Tandis que les autres régulateurs du marché focalisés sur les risques micro-prudentiels ont laissé échapper celui à dimension systémique puisqu'eux-mêmes, pas plus que personne, n'étaient en mesure de percevoir ce risque caché. Le repérage des risques extrêmes par la technique de la "value at risk" est rendu difficile par construction en période de bulle. En réalité, disons-le, tout le monde a été, en quelque sorte, aveuglé par la manière même dont a été conçue l'évaluation des risques.

Le naufrage de la valeur actionnariale

Concomitamment, le pouvoir financier a accru considérablement son emprise sur les entreprises. Cette maimmise s'est opérée dans les années 80 dans les pays anglo-saxons, puis dans la seconde moitié de la décennie 90 en Europe. La bascule est très claire en France, où l'on est passé d'une structure de capital détenu en interne sous forme de "noyaux durs" avec accord tacite sur un certain rendement à des fonds de pension américains qui "débarquent" massivement en imposant la valeur actionnariale. Les rendements financiers, fixés de façon quasi arbitraire, ont été très excessifs par rapport aux capacités des entreprises et au rendement du capital. Ainsi la finance a-t-elle assigné à l'entreprise comme seul objectif celui de

"Chacun succombant devant ces rendements extraordinaires a voulu se brancher sur cette nouvelle finance. Aucun garde fou n'a joué"

maximiser la valeur boursière et non plus de réaliser un certain partage des fruits de la croissance comme on disait autrefois. Ce changement très profond dans la logique même de fonctionnement de l'entreprise semble s'être fracassé. En sol, la valeur actionnariale en tant qu'expression des intérêts de long terme des actionnaires pourrait être viable et pertinente à la condition que les actionnaires incitent les entreprises à se développer sur la base d'une espérance de rendement économique du capital autour d'un "corridor" réaliste. Si les investisseurs institutionnels avaient agi comme ça, on n'aurait sans doute pas connu ce type de dérive. Mais malheureusement, ils se sont laissés totalement aspirer par ce système des banques de marché qui leur ont fait miroiter des plus-values à court terme considérables, avec produits financiers à la clé gérés par

"Les investisseurs institutionnels, abandonnant leur responsabilité de contrôle, sont restés extrêmement passifs"

des "assets managers" évalués eux-mêmes sur des performances à trois mois. Les investisseurs institutionnels, abandonnant leur responsabilité de contrôle, sont restés extrêmement passifs et ont continué à fermer les yeux, déléguant expertises et évaluations tant que le système paraissait profitable. En asymétrie totale vis-à-vis de tiers intéressés, ils ont laissé se dé-

velopper un système de rémunération totalement aberrant par ses excès. La finance de marché a vu se multiplier par quatre la part de ses profits sans que personne n'y trouve à redire puisque la valorisation boursière était au rendez-vous. Tout le monde succombant devant ces rendements extraordinaires et voulant se brancher sur cette nouvelle finance. Aucun garde-fou n'a joué. La nouvelle gouvernance d'entreprise incarnée par la figure nouvelle de "l'administrateur indépendant" était certes censée exercer une vigilance. Mais faute de conseils d'administration jouant vraiment leur rôle, les dirigeants de société n'ont eu aucun mal à contourner ces nouvelles règles et de les tourner en ridicule en nommant des administrateurs indépendants totalement incompetents. N'a-t-on pas vu une ancienne actrice d'Hollywood siéger au sein du conseil de Lehman Brothers d'une des plus grandes banques d'affaires new-yorkaises ? Résultat : le PDG gardant le contrôle sur l'agenda du conseil et sur toutes les structures de surveillance étouffé tout contre-pouvoir émanant même des actionnaires.

La flambée des rémunérations

Dans un tel contexte de totale maîtrise des décisions, la flambée des rémunérations des dirigeants s'explique aisément. Un phénomène d'"échelle de perroquet" s'est mis en place : pour accréditer les performances de leur société, les dirigeants ne pouvant se permettre d'être en reste se sont fixés des rémunérations aussi hautes que celles de leurs concurrents. Le mécanisme des stock-options et ses dérivés y ont participé. En théorie, les stocks peuvent se concevoir en vue de récompenser des choix stratégiques pertinents en ligne avec les intérêts des actionnaires. Mais en pratique les conditions d'attribution et de leur levée calées sur l'évolution générale des cours de

"Les stocks options ?

Même un âne installé dans un fauteuil aurait gagné à ce système"

Bourse et non sur les performances spécifiques de l'entreprise ont réduit cette dimension à rien, si bien que même un âne installé dans un fauteuil aurait gagné à ce système. Que le dirigeant mette son entreprise en échec ou qu'il la développe dans une gestion schumpetérienne ne changeait pas grand-chose au niveau de la rémunération qui restait dans les deux cas formidable. Que les grandes fortunes privées aient perdu, cela fait partie du jeu. Mais que les grands gestionnaires de l'épargne des ménages aient couvert ces pratiques en mettant en danger les fonds confiés, cela est plus condamnable. Quant aux rémunérations des financiers, basées sur des commissions sur produits placés et totalement déconnectées du risque pris, échappant à tout contrôle, elles connurent une totale fuite en avant.

Les avancées et non-dits du G20 de Londres

Le G20 est marqué tout à la fois par ses avancées majeures et ses omissions. Le risque systémique est sérieusement pris en compte et avec lui son corollaire nécessaire, la dimension macro-économique de la régulation financière. Certes, dans le détail

tout reste à faire mais le chantier est ouvert : l'objectif de stabilité financière est consacré comme une fin en soi. Cela s'est traduit par la transformation du Forum de stabilité financière (FSF), en un Conseil de stabilité financière (CSF) étoffé incluant l'ensemble des représentants des systèmes financiers, y compris ceux des émergents. Il lui appartiendra de se préoccuper, avec le Fonds monétaire international (FMI), d'analyser les risques systémiques et leur prévention. Cette inscription prioritaire à l'agenda est essentielle car si on n'agit pas avant que la crise soit finie, les lobbies bancaires reprendront du poil de la bête en essayant d'étouffer toute réforme. Il importe que les travaux d'experts et de techniciens embrayent très vite derrière ce G20 pour qu'à la prochaine réunion prévue à l'automne, les décisions concrètes soient avalisées. Autre point à mettre à l'actif de la réunion de Londres : l'inclusion des institutions financières "systémiquement importantes" - les fameuses "banques parallèles" - dans le périmètre de la régulation macro-prudentielle. Sur la gouvernance mondiale, on aurait pu avancer plus. Certes, le FMI voit ses moyens d'intervention sensiblement aug-

"Si on n'agit pas avant que la crise soit finie, les lobbies bancaires reprendront du poil de la bête en essayant d'étouffer toute réforme"

menter - ce qui tombe à point nommé quand on voit la crise qui frappe les pays d'Europe centrale - et sa "doctrine" sur la conditionnalité des aides a été amodiée dans un sens plus social en explicitant la nécessité d'épargner les populations les plus vulnérables. Un changement de point de vue considérable par rapport aux "programmes d'ajustements structurels". Reste qu'au niveau de la gouvernance, les progrès s'apparentent à un coup d'épée dans l'eau. L'augmentation de manière homéopathique des droits de vote des pays émergents est ridicule. Les quotas de la Chine sont augmentés plus tôt que prévu à 3,71 %. Mais le poids réel de la Chine est de 10 %, sûrement pas 3 %. Et il faudrait aussi faire de la place à l'Inde. Tout cela passe inévitablement par une diminution des quotas européens. Cette perspective ne doit pas être vue d'un mauvais oeil car dans le système actuel, bon nombre de pays qui ne disposent pas de monnaie ont des quotas alors que l'Europe de l'union monétaire n'est pas représentée en tant que telle. Mieux vaut disposer de 15 % concentrés en une seule main (soit autant que les Etats-Unis) que 30 % dispersés. Où l'on voit que la seule réforme possible de la gouvernance internationale - avec à clé la question de la réforme du système monétaire - passe d'abord et inévitablement par une réforme européenne. Voilà un premier non-dit de taille du G20 qui obstrue la constitution d'un système monétaire multipolaire. Ce n'est pas par hasard si les Chinois ont

"Ce n'est pas par hasard si les Chinois ont posé la question du dollar et évoqué les DTS - droits de tirage spéciaux. Ils ont des milliards de fonds à l'étranger, l'équivalent de 20 % de leur PIB, dont les trois quarts sont en dollars, une monnaie menacée d'effondrement. On peut comprendre leur volonté de réfléchir aux moyens de préserver la valeur de leur richesse. La prochaine crise d'ordre systémique pourrait survenir sur le marché des changes, déclenchée par une crise de confiance sur le dollar du fait du gonflement de la dette. Ce jour-là, les conséquences pourraient être gigantesques. Avec l'interrogation majeure à plusieurs trillions de dollars : quelle sera la réaction des Chinois ? Ces derniers ont joué jusqu'ici - et même dans la crise actuelle - un rôle plutôt stabilisant du système, mais il pourrait ne plus en être ainsi. Et alors il n'y aura plus aucun parachute, les Américains seront obligés de monter leurs taux d'intérêt, entraînant une nouvelle récession et une plongée boursière massive. Pour éviter ce scénario catastrophe, il faut aller dans le sens de la diversification des réserves. Et c'est ce que nous ont dit les Chinois."

Schémas pour sortie de crise

Il importe - c'est une évidence - de mettre les "banques parallèles" sous la supervision des commissions bancaires. Il faut ensuite assigner aux Banques centrales la stabilité financière. Ces dernières doivent surveiller le cycle financier, tracer l'évolution du crédit et détecter les écarts par rapport à un trend normal et forcer le retour à la normale en modulant le montant

"La hausse des impôts est inévitable mais il faudra qu'elle soit équitable"

de capital imposé aux banques, un peu comme le système des réserves obligatoires, sauf qu'il s'agit là non pas de liquidités mais de capital. Ce ratio unique et simple fonctionnera comme un indicateur d'alerte. Son déclenchement obligera les actionnaires



"La prochaine crise d'ordre systémique pourrait survenir sur le marché des changes, déclenchée par une crise de confiance sur le dollar. Pour éviter ce scénario catastrophe, il faut aller dans le sens de la diversification des réserves. Et c'est ce que nous ont dit les Chinois."

perdants. Ces propos n'ont pas été tenus pour des raisons d'ordre politique et idéologique !

Les Américains veulent à tout prix éviter la nationalisation et

"Les Américains veulent à tout prix éviter la nationalisation et les Européens préfèrent comme trop souvent faire l'autruche, c'est toujours pareil. Or la situation demeure périlleuse. Il n'existe pas à l'échelle européenne de plan contingent pour le cas où une grosse banque transnationale affronterait une situation critique, notamment sur la question du partage de la charge d'un sauvetage. Un tel scénario ne peut être exclu. Le pire serait la défaillance d'une grosse banque suisse, à la fois hors de l'Union européenne et en plein dans l'Europe. Les établissements helvètes ont des tailles telles que l'Etat suisse ne peut absolument pas assumer tout seul. La crise bancaire n'est

les Européens préfèrent comme trop souvent faire l'autruche, c'est toujours pareil. Or la situation demeure périlleuse. Il n'existe pas à l'échelle européenne de plan contingent pour le cas où une grosse banque transnationale affronterait une situation critique, notamment sur la question du partage de la charge d'un sauvetage. Un tel scénario ne peut être exclu. Le pire serait la défaillance d'une grosse banque suisse, à la fois hors de l'Union européenne et en plein dans l'Europe. Les établissements helvètes ont des tailles telles que l'Etat suisse ne peut absolument pas assumer tout seul. La crise bancaire n'est

"Le pire serait la défaillance d'une grosse banque suisse, à la fois hors de l'Union européenne et en plein dans l'Europe..."

pas terminée. Et il est prudent de ne pas écarter le pire. L'épée de Damoclès du système bancaire continue de peser.

Bio express L'homme finance



Michel Aglietta (71 ans) figure sans nul doute parmi l'élite des économistes français. Actuellement professeur à Paris X Nanterre, conseiller scientifique au CEPII, consultant à Groupama-AM, cet X et ENSAF est avec

Robert Boyer, l'un des fondateurs de "l'école de la régulation". Celle-ci a proposé au milieu des années 70 une analyse pénétrante des modes de production et de création de la valeur centrée sur les rapports sociaux dit modèle "fordien" puis en mettant en avant la logique du "capitalisme patrimonial" durant les années 90. Parallèlement il mène avec son collègue André Orléan une réflexion fondamentale au long cours sur le rôle de la monnaie ("La violence de la monnaie"; "La monnaie souveraine"). S'autorisant quelques escapades - il s'intéresse ainsi au travail des femmes - grand voyageur intellectuel - il connaît les recoins reculés de la Chine - ses travaux de recherche portent essentiellement depuis une quinzaine d'années sur le suivi de la "finance" qu'ils consignent régulièrement dans des ouvrages majeurs: "Désordres dans le capitalisme mondial" (Odile Jacob), "Macro économie financière" (La Découverte). Dernier en date: "Crise et rénovation de la finance" (Odile Jacob) dans lequel il dessine les contours d'une finance responsable et durable. Un "nobélisable" en puissance ?

P.P.

"Les créances douteuses émises dans les pays de l'Est risquent de revenir comme un boomerang sur nos banques"

PIB apparaissent aujourd'hui astronomiques. Mais ils traduisent en partie le retour de l'interventionnisme de l'Etat et plus que les niveaux absolus, ce qui importe est le maintien d'une dette soutenable, c'est-à-dire dont l'évolution est sous contrôle. Et pour cela, le premier instrument sera l'augmentation des impôts ! L'Irlande vient spectaculairement d'ouvrir la voie. La hausse des impôts est inévitable mais il faudra qu'elle soit - qu'elle redevienne - équitable tant il est vrai que les baisses d'impôts opérées ces dernières années ont favorisé les plus riches. Cela marque un revirement radical par rapport à l'idéologie du moins d'Etat et ouvre un débat politique de première importance qui, s'il échoue à force de tensions, peut déboucher sur une crise de la dette.

Penser l'avenir

Il faut sortir de cette crise au plus vite et le mieux possible. Car le retour de la croissance est le meilleur remède à tous ces maux. Or ce qui est franchement inquiétant est le cafoillage persistant autour du sauvetage des banques. Aux Etats-Unis, le plan Geimer est loin d'être probant et en Europe, le flou persiste sur la gravité de la situation. Les créances douteuses émises dans les pays de l'Est risquent de revenir comme un boomerang sur nos banques. Nous vivons un temps suspendu au-dessus de ces incertitudes. Globalement les banques restent paralysées pour faire crédit et on ne peut pas espérer de reprise dans cette situation.

Penser l'avenir par-delà un présent imprévisible et construire le futur en traitant les urgences du jour : il est de la responsabilité des politiques de gérer ces différents horizons interdépendants. On a déjà perdu trop de temps en refusant de tenir le discours vérité, celui de la nécessaire reprise par l'Etat des établissements défaillants. Il était pourtant possible de convaincre les contribuables qu'ils n'y seraient pas forcement