

INTRODUCTION

RÉGULATION ET GOUVERNANCE INTERNATIONALES PAR TEMPS DE CRISE : MAÎTRISER LA COMPLEXITÉ

FRANÇOIS CHAMPARNAUD*

A l'automne 2014, dans un contexte de reprise économique encore mal assurée, nos systèmes financiers sont toujours à la recherche de réponses aux déséquilibres brutalement révélés en 2007 par l'effondrement des *subprimes*, amplifiés en 2008 avec la faillite de Lehman Brothers, puis les années suivantes dans de fortes tensions sur les dettes souveraines en Europe. Crise de la complexité, crise de la gouvernance, crise de la régulation, c'est sous une triple dimension que le 19^e *Rapport moral sur l'argent dans le monde* a choisi de présenter et d'analyser ces ruptures.

COMPLEXITÉ : DES *SUBPRIMES* À LA MONTÉE DES RISQUES TECHNOLOGIQUES

La finance moderne vit d'une course aux innovations réglementaires, comptables, technologiques, mathématiques ainsi que de montages de plus en plus sophistiqués. La concurrence s'y fait par les prix mais aussi par la différenciation des produits et la recherche de nouvelles évolutions aux apports réels ou factices, selon les cas. La complexité croissante qui en résulte a largement contribué à l'incompréhension par le grand public des causes mêmes de la crise et donc à la coupure psychologique, intellectuelle, voire morale, entre les citoyens et le monde financier. Que l'on songe simplement à la stupeur devant la découverte de l'ampleur du phénomène des dérivés de crédit et l'impossibilité dans laquelle se sont trouvés les principaux opérateurs, durant plusieurs mois, à les valoriser et à s'accorder

* Délégué général, Association d'économie financière (AEF).

sur un prix ! Les contributeurs à cet ouvrage ont tenté de mettre en perspective certaines des questions posées par cet environnement difficile à lire et plus encore à anticiper ou à maîtriser :

- comment vont évoluer les instruments financiers les plus élémentaires et les plus traditionnels, telle la monnaie ? Longtemps associée à la souveraineté, outil de contrôle macroéconomique, elle est aujourd'hui concurrencée par des monnaies virtuelles. Il s'agit d'une innovation de nature technologique et organisationnelle, née au sein de la sphère privée, dont on voit difficilement comment ou pourquoi l'interdire et à laquelle il convient maintenant de conférer un cadre juridique et une surveillance adaptés ;

- notre rapport au temps financier est-il en train de connaître une nouvelle et spectaculaire mutation avec le *trading* haute fréquence ? Le passage de la méthode du *fixing* à la cotation en continu avait déjà, il y a près de trente ans, provoqué des débats et des interrogations de même nature (on se souvient du cri d'alarme de Maurice Allais) qui avaient abouti, après le *crash* d'octobre 1987, à la mise en place de coupe-circuits sur les marchés financiers. Aujourd'hui, la possibilité d'appareiller en quelques microsecondes les ordres massifs passés par les investisseurs institutionnels ou les institutions agissant pour compte propre (banques, *hedge funds*) constitue peut-être un nouveau changement de nature dans les activités de négociation. Quels en sont les risques de déstabilisation et avec quelles conséquences systémiques ? Peut-on encore s'en tenir à la fiction de l'égalité entre toutes les catégories d'investisseurs dès lors que tous n'ont pas accès à ces systèmes ?

- quelles protections pour les utilisateurs finals de produits financiers ? Ont-ils la formation et, d'abord, l'information nécessaires ? L'exemple retenu est celui des prêts accordés aux collectivités locales françaises, souvent avec des clauses complexes d'indexation sur des devises étrangères sans lien direct avec le projet financé ;

- la complexité des produits entraîne celle de la mesure et de la gestion des risques associés. Dans cette course à l'innovation, ne faut-il pas craindre que régulateurs et contrôleurs internes aient toujours un temps de retard dans la compréhension et l'anticipation de systèmes complexes à maîtriser ?

- à se concentrer sur les risques de marché et les grandes ruptures macroéconomiques, n'en vient-on pas à oublier qu'une crise peut également venir de la technologie ? Systèmes fragiles et opaques, accidents en chaîne, fraudes massives, gestion de données sur grande échelle (*big data*), autant de *terrae incognitae* qu'il nous faut apprendre à déchiffrer avant qu'elles ne soient la source de nouveaux accidents aux conséquences systémiques.

Au total, devant cette complexité croissante, on est amené à se demander si les acteurs de la finance, à travers le système global qu'ils ont engendré, n'ont pas joué aux apprentis sorciers. La recherche des meilleures conditions de financement n'a pas abouti, bien au contraire, à réduire le coût du capital du fait des exigences de rendement des épargnants collectivement organisés. La volonté de réduire les risques avec les produits dérivés a certes permis leur transfert au niveau microéconomique, mais dans des conditions peu transparentes et au

prix d'une forte concentration engendrant une plus grande fragilité macro-économique. L'exploitation systématique des possibilités d'arbitrage n'a pas réussi à les éliminer, contrairement aux prédictions de la théorie financière, mais a paradoxalement nourri les bulles et les inefficiences de marché.

Toutefois, on ne reviendra pas en arrière. L'humanité n'effacera pas les percées de Harry Markowitz, Fisher Black et Myron Scholes, n'oubliera ni les techniques de couverture, ni la transmission numérique d'ordres toujours plus importants dans des délais toujours plus courts. Les informations financières continueront à s'accumuler, des plus pertinentes au moins honnêtes, pour être traitées, analysées et servir de support à des échanges. On ne pourra se reposer que sur ce qui est parfois oublié ou mis entre parenthèses dans les périodes d'euphorie : la sagesse des hommes. En espérant que les dirigeants, les régulateurs ainsi que les opinions publiques, lesquelles peuvent utiliser les mêmes techniques au titre de leur devoir de vigilance, sauront l'invoquer en temps opportun.

GOUVERNANCE INTERNATIONALE : DES PERCÉES DANS L'URGENCE DES CRISES AU RETOUR DE L'INSOUCIANCE

Les produits complexes ne doivent cependant pas cacher la cause première de la crise : le recours massif à l'endettement comme substitut à la résorption des déséquilibres macroéconomiques à l'échelle mondiale.

Les crises financières semblent toutes obéir au même schéma quand on les analyse en termes très agrégés : elles résultent de la rupture du système lorsque les acteurs réalisent que la dette accumulée en une phase d'anticipations trop optimistes n'est plus soutenable. Seuls changent, d'une crise à l'autre, les canaux de transmission : la dette des pays en développement dans les années 1980, les financements immobiliers aux promoteurs (années 1990) ou aux acheteurs, l'excès de capacités de production financées à crédit, l'insolvabilité des États, etc. Les produits sophistiqués vendus à mauvais escient et sans explication par des distributeurs peu scrupuleux à des investisseurs mal informés n'auront été en 2007-2008 que l'élément déclencheur. C'est l'endettement des ménages et de certains secteurs dans les grands pays industrialisés qui fut le facteur déterminant et ses causes sont d'abord macroéconomiques. Il ne s'explique pas seulement par l'aveuglement des banques qui avaient oublié les règles les plus élémentaires de leur métier, à savoir accorder des crédits sur la seule capacité des emprunteurs à générer des revenus et non sur la valeur du patrimoine que ces mêmes crédits servent à financer (que le cycle se retourne et la valeur du collatéral s'effondre, en effet !). La myopie qu'engendre la titrisation par un transfert des risques déresponsabilisant au niveau individuel mais favorisant leur accumulation au niveau global ne constitue pas non plus, à elle seule, une explication suffisante.

L'excès d'endettement a été principalement la conséquence d'une volonté assumée par les autorités monétaires de faire jouer au consommateur américain un rôle de relais de croissance devenu nécessaire par l'accumulation de l'épargne à l'échelle mondiale. Sans une politique monétaire activiste, avec un biais délibérément expansionniste, le monde se serait en effet spontanément retrouvé en situation déflationniste au début des années 2000. Des excédents extérieurs massifs et croissants étaient générés par les grands pays émergents, et en premier lieu par la Chine qui venait de rentrer dans l'OMC (Organisation mondiale du commerce) sans aucune garantie relative à sa politique et son régime de change. Le rythme d'accroissement des exportations des BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine) n'a pas pu être compensé par une augmentation équivalente de leur demande interne dans les services publics et les infrastructures en particulier. Ce décalage, même pour les pays souhaitant réellement le combler, était sans doute inévitable dans cette phase de leur développement. Il faisait courir le risque d'une situation keynésienne à l'échelle mondiale d'excédent d'épargne et, potentiellement, d'une récession massive. Seul le volontarisme de la Federal Reserve (Fed) a permis de l'éviter en compensant l'insuffisance de la demande interne des BRIC par des taux d'intérêt extrêmement bas favorisant les dépenses d'équipement des ménages américains. Sans doute, la réponse aurait-elle pu être d'une autre nature : soit une appréciation des devises émergentes, en particulier du renminbi, et telle était la thèse du Trésor américain dès le début des années 2000, mais il n'a pu la faire prévaloir ; soit une gestion concertée de la demande, c'est-à-dire un renforcement de la coopération internationale. En l'absence d'une volonté politique et d'une gouvernance financière internationale *ad hoc*, il n'y avait ni instances de décision, ni instruments pour mettre en œuvre de telles mesures.

Les premières réactions en 2008, après la faillite de Lehman Brothers, auront été de pallier ces manques de la gouvernance : signaux coordonnés, efficaces et crédibles d'une capacité à fournir les liquidités suffisantes en temps utile pour éviter des conséquences systémiques désastreuses ; relance par le sommet de Londres en 2009 d'un G20 peu actif depuis sa création dix ans plus tôt ; création du Conseil de stabilité financière (CSF) ; remise à plat de la régulation financière au sein de l'Union européenne.

Cinq ans après ces initiatives qui se situent, pour la plupart, davantage dans le champ de la régulation que dans celui de la coopération macroéconomique, il convient de s'interroger sur l'effectivité et les limites d'une gouvernance internationale ainsi relancée :

– a-t-on su trouver les bons cadres et la bonne articulation entre la coopération internationale, la solidarité régionale et les nécessaires mesures nationales ? La question s'est posée dans le contexte de la crise des dettes souveraines en Europe. L'intervention du FMI (Fonds monétaire international) au sein de ce qu'il est convenu d'appeler la Troïka n'était en effet ni évidente (la balance des paiements de la zone euro est globalement excédentaire), ni spontanément légitime. Il en va de même pour la taxe sur les transactions financières dont l'efficacité

dépend de son niveau de couverture et qui est mise en œuvre de façon isolée dans quelques pays, mais beaucoup plus difficilement au sein de l'Union européenne, et qui demeure une utopie à l'échelle mondiale ;

– les instances de gouvernance internationale qui ont su s'élargir aux grandes économies émergentes sauront-elles écouter la voix des pays les plus pauvres et intégrer leurs préoccupations ? L'Afrique, mais aussi beaucoup de petites économies des continents américains et asiatiques doivent s'intégrer dans ce concert et ont la même légitimité à y apporter leur vision dans des domaines aussi fondamentaux que l'équilibre environnemental, le commerce équitable ou le régime de change. Si les dirigeants internationaux ne se tournaient pas vers eux, comme ils ont su sous la pression des événements accueillir les BRIC, il en résulterait un déficit démocratique et, au total, une perte de légitimité des systèmes de gouvernance internationale ;

– quels sont les bons équilibres entre gouvernants, régulateurs, professionnels et experts indépendants ? Les réponses sont, à cet égard, diverses et fonction du sujet traité : elles vont des instances aux représentations les plus étatiques (FMI, système onusien) au normalisateur comptable international, fondation de droit privé avec ses procédés rigoureux et transparents, en passant par le CSF où régulateurs indépendants et banques centrales dialoguent avec les Trésors nationaux ;

– les efforts pour renforcer la coopération internationale et les succès indéniables de cette dernière depuis le déclenchement de la crise, en particulier le fait d'avoir su écarter le danger mortel du retour au protectionnisme, ne risquent-ils pas d'être annihilés par des politiques de change peu coopératives ? Les quelques progrès réalisés dans la gouvernance financière internationale n'auraient guère de sens s'ils devaient être balayés par la guerre des monnaies qui se profile derrière des politiques monétaires fortement divergentes.

Le danger qui pèse sur la gouvernance financière internationale est bien qu'après les percées réalisées en 2008-2009, les dirigeants internationaux soient tentés de relâcher les efforts de coopération et de coordination entrepris quand les risques étaient au plus haut. Une telle attitude n'est pas sans précédent. L'actuel CSF qui a vu le jour en 2009 n'est que l'héritier du Forum de stabilité financière (FSF) créé dix ans plus tôt après la crise asiatique et qui, pensait-on, constituait l'enceinte de coopération adéquate pour la prévention des risques financiers internationaux. Souhaitons que son successeur soit plus à même d'anticiper les risques de demain et non ceux qui furent à l'origine de la dernière crise... Souhaitons également que les responsables puissent s'accorder pour prévenir la montée de nouveaux déséquilibres financiers internationaux. Pour cela, il conviendra qu'ils partagent les mêmes préférences en faveur de la stabilité et que les instances de gouvernance parviennent à faire émerger les bons arbitrages entre le caractère impératif de la réduction de l'endettement et les illusions d'un surcroît de croissance à court terme.

RÉGULATION : S'INTERROGER D'ABORD SUR LES FINALITÉS

Les premières réactions à la crise auront donc été de redéfinir le cadre de la régulation. D'abord par son extension à des domaines où elle était peu présente (agences de notation, encadrement de la finance de l'ombre, etc.), puis par le durcissement des réglementations existantes. Les chantiers ouverts ont été multiples : normes comptables, lutte contre les paradis fiscaux, exigences en capital bancaire à des fins prudentielles, réflexions sur la séparation des métiers financiers, compensation des produits de gré à gré, taxe sur les transactions, etc.

S'est-on pour autant interrogé sur les avantages et les inconvénients des règles nouvelles ? La crise frappait l'Union européenne au moment même où elle venait d'adopter définitivement et de transposer dans l'ordre juridique de ses États membres toute une série de textes relatifs à l'approfondissement du marché financier intérieur, tous issus de l'Agenda adopté à Lisbonne en mars 2000 : abus de marché, règles relatives à la transparence de l'information donnée par les émetteurs et prospectus, OPA, OPCVM, marchés d'instruments financiers, réglementations applicables aux intermédiaires et aux systèmes de négociation, normes comptables, adéquation des fonds propres, etc. Fallait-il rouvrir tous ces chantiers au même moment ? Une bonne régulation n'est-elle pas d'abord une régulation stable et assimilée par les acteurs ? Le dossier de ce *Rapport moral* consacré au thème de la régulation, coordonné par Hubert de Vauplane, est une invitation à faire prévaloir une approche téléologique de la régulation, c'est-à-dire une interrogation sur ses finalités. Les moyens, que les régulateurs tendent à multiplier et à complexifier ainsi que les résultats de leur action, doivent être appréciés au regard des buts recherchés et non par le niveau de contraintes formelles qu'ils font peser sur les professionnels. Une telle approche constitue une utile force de rappel et présente des avantages qui permettent de réorienter bien des débats :

- s'assurer que les régulateurs sont au clair sur leurs missions, évitant ainsi les conflits d'objectifs : stabilité financière ou promotion des activités de place ? protection des investisseurs ou aide aux acteurs nationaux ? Les priorités sont-elles toujours correctement hiérarchisées ? Ainsi, les négociations au sein du Comité de Bâle sur les normes en capital semblent parfois moins inspirées par une volonté partagée de prévention des risques que par le souci de faire prévaloir, en fonction de la nationalité du régulateur, un modèle bancaire sur un autre. De même, bien des discussions au sein de l'Union européenne sur les acteurs de la gestion alternative reflètent assez peu le souci de protection des investisseurs, mais davantage celui du développement de certains centres d'activités financières ;

- se prémunir contre la capture de la régulation par les professionnels. Ce phénomène est en partie légitime, même s'il a pu prendre une ampleur surprenante sur certaines questions essentielles, telles l'introduction de la *value at risk* (VaR) à la fin des années 1990, la séparation effective des activités de *trading* ou encore

récemment les tentatives d'encadrement du *trading* haute fréquence. Encore, faut-il que le régulateur soit à même d'y résister en identifiant ce qu'il ne lui est pas possible d'accepter en fonction de ses propres objectifs ;

- éviter l'instrumentalisation des systèmes de régulation à des fins qui leur sont étrangères. En matière comptable, par exemple, gouvernants et professionnels ont pu être tentés de faire des normes internationales un instrument de politique économique sectorielle ou globale, que ce soit dans une optique de stabilisation financière ou d'incitation à l'investissement long. Il importait donc au régulateur de recentrer la comptabilité sur sa fonction véritable : donner une image fidèle de la situation des entreprises par des techniques stables, non manipulables et reflétant un certain niveau de consensus ;

- évaluer la régulation selon le critère de son efficacité et de son effectivité et non par l'impact symbolique des mesures les plus voyantes. Une certaine forme de gesticulation réglementaire, si elle permet dans un premier temps aux responsables de donner satisfaction à la fraction la moins informée de l'opinion publique, est parfois contre-productive au regard même des objectifs recherchés et annoncés, donc *in fine* peu protectrice des intérêts qu'elle est censée défendre.

LES NOUVELLES FORMES DE LA FINANCE RÉCUPÉRÉES PAR SES ACTEURS TRADITIONNELS ?

Le financement participatif (*crowdfunding*), dont l'essor récent et les perspectives sont présentés dans le dossier coordonné par Antoine Mérieux, constitue une évolution intéressante et parmi les plus significatives de la finance contemporaine. Il permet la mise en relation directe d'investisseurs et d'entreprises, sous leurs formes les plus diverses, puisqu'il a déjà été utilisé aussi bien pour le financement des activités de production et de commercialisation de chanteurs que pour des projets technologiques portés par de très petites entreprises (TPE). Les sommes en jeu sont encore limitées mais en progression spectaculaire sur les deux dernières années, si bien qu'aujourd'hui, on s'interroge déjà sur la consolidation d'une activité victime peut-être d'un engouement exagéré. Il a d'abord fallu, et le régulateur français a joué un rôle pionnier en Europe, conférer au *crowdfunding* un cadre juridique adéquat en précisant comment ses caractéristiques s'inséraient dans le dispositif d'offre au public.

Le *crowdfunding* témoigne des aspirations nouvelles des investisseurs dans un contexte de crise et de perte de sens. Il traduit ainsi une volonté de proximité et de connaissance directe en réaction à un univers globalisé et anonyme. Il a été rendu possible par une réappropriation par les usagers des outils technologiques tel le numérique et son usage en réseaux. Enfin, il reflète une volonté de désintermédiation au moment où les professions de la finance sont frappées de suspicions. On peut cependant se demander si son succès n'est pas en train d'attirer les mêmes

acteurs qu'il entendait contourner. De grandes banques investissent aujourd'hui dans des plates-formes aux côtés d'autres institutions importantes. Leur arrivée sur des produits et des techniques financières qui semblaient leur échapper est peut-être un premier symptôme du succès du *crowdfunding*. Elle constitue certainement une nouvelle preuve de leur capacité d'adaptation.

CONCLUSION

Au total, l'étonnante plasticité des acteurs de la finance et leur volonté d'innovation permanente peuvent être source de progrès tout autant que de crises et de comportements transgressifs. Il convient donc de mettre en place, à travers des régulations et des mécanismes de gouvernance adéquats, les systèmes de prévention et les contre-pouvoirs nécessaires. La stabilité financière, économique et sociale passe par la maîtrise de ce qui aurait dû rester un outil : une sphère financière qui ne saurait être livrée à elle-même. Fidèle à sa mission, le *Rapport moral sur l'argent dans le monde* continuera à étudier et analyser les initiatives qui naissent en son sein, des plus risquées et des moins vertueuses au plus porteuses de développements positifs, tant l'on peut être sûr qu'elles ne cesseront d'y émerger à un rythme rapide, nécessitant clairvoyance et vigilance.

Octobre 2014