

## **J. Stiglitz et al., Pour une vraie réforme du système monétaire et financier international**

Sur 300 pages, le rapport pointe les graves défauts du système monétaire et financier actuel et propose toute une panoplie de solutions, pour ses multiples problèmes, sans rentrer dans les détails qui incombent aux négociations politiques. Voici un résumé (ou plutôt un catalogue de mesures extraites souvent mot pour mot) du rapport.

### **Introduction**

Le rapport resitue la crise commencée en 2007 sans ambages et pointe les errements des politiques précédant et suivant la crise : sous-représentativité des pays sous-développés, doctrine de la dérégulation, protectionnisme implicite (de banques renflouées par leurs États qui ont réduit leurs prêts à l'étranger), politiques contre-productives du FMI... Quelques principes fondamentaux sont posés pour l'économie mondiale : réformer les institutions économiques internationales (adoption de politiques contracycliques et de protection sociale, meilleure représentativité des pauvres dans la gouvernance), rétablir l'État dans son rôle de régulateur, accroître la transparence et la démocratie, agir pour le long terme, éviter les déséquilibres mondiaux, les effets d'irréversibilités, une mauvaise répartition (sociale) du risque, l'endoctrinement intellectuel. « De nombreux pays en développement ont signé des accords de libre-échange (ALE) et des traités bilatéraux d'investissement (TBI), ou ont pris, dans le cadre de l'Organisation mondiale du commerce, des engagements qui rendent intouchables les politiques du fondamentalisme du marché citées plus haut et qui limitent encore plus leurs possibilités de réglementer les institutions et les instruments financiers, de gérer les flux de capitaux ou de se protéger des effets du protectionnisme sur le marché financier. (...) Par exemple, lorsqu'un pays en développement décide de nationaliser certains services comme la banque, il peut être tenu de verser une indemnisation si le secteur a été libéralisé dans le cadre de l'Accord sur les services financiers (ASF) conclu au titre de l'Accord général sur le commerce des services (AGCS) de l'OMC, ou dans le cadre d'un ALE ou d'un TBI. Quand ces accords et engagements sont mis en œuvre, les pays en développement doivent payer des indemnités, ou bien subir l'imposition de droits de douane sur leurs exportations vers le plaignant s'ils n'obtempèrent pas ou ne peuvent pas obtempérer.»

### **Problèmes et perspectives macroéconomiques**

Les actions nationales doivent être coordonnées. La théorie économique dominante d'agents rationnels, d'États moins informés et dont les interventions créent des distorsions dans l'allocation des ressources allouées par les marchés parce qu'elles ne sont pas motivées par la saine logique économique, alors que les marchés sont efficaces et ont une forte capacité d'absorption des chocs, est à incriminer. Le Pacte de stabilité et de croissance dans l'UE a empêché les politiques contracycliques, les facilités de crédit ont favorisé l'endettement, dans une situation où les baisses d'impôts ont profité aux plus riches quand les salaires moyens des pays industrialisés stagnaient. La mobilité des capitaux a contribué à une mise en concurrence

délétère des systèmes fiscaux. Harmonisation mondiale de la taxation des entreprises ? Débat parlementaire annuel sur l'inégalité ? Il est souhaitable que les décisions sur l'intervention publique en matière d'achat d'obligations du secteur privé soient ratifiées par le Parlement (elle relève de la politique budgétaire). Réorganiser la banque quand son capital descend sous un seuil critique pour « rétablir l'adéquation des fonds propres, peser le moins possible sur le budget public, établir des structure de gouvernance/incitations convenables, atténuer les problèmes existant du système financier, paraître juste pour toutes les parties intéressées, faire redémarrer le crédit ». Se borner à surveiller l'inflation (il est connu qu'une inflation accélérée impose des coûts injustement répartis dans la population) pour les banques centrales, qui ne maîtrisent pas forcément l'inflation par le contrôle des taux d'intérêt en économie ouverte, était une erreur : il aurait fallu surveiller les innovations financières. Elles auraient pu utiliser les **actions de marge** pour refroidir l'activité spéculative sur les marchés des actifs. Injustices entre pays en développement contraints d'appliquer des politiques procycliques et des pays développés qui font du protectionnisme (même implicite, par renflouements). « Une source potentielle de transferts de fonds serait un engagement des pays développés à consacrer 1% de tout plan de relance à des dépenses directes dans des pays en développement. » Il est nécessaire d'harmoniser l'aide publique au développement, notamment par un engagement général des institutions régionales et internationales, pour que le crédit et des politiques contracycliques soient assurés. L'idée est de mobiliser rapidement les grosses réserves accumulées dans certains pays, par exemple en utilisant la **nouvelle Ligne de crédit modulable du FMI à la conditionnalité assez réduite (on pourrait introduire la double majorité – de pays et de quote-parts – dans la gouvernance de cette institution)**, pour financer les pays pauvres et le développement de l'agriculture en Afrique et garantir le crédit commercial et la dettes des entreprises des pays pauvres. Ralentir la surexploitation des ressources naturelles (notamment de celles qui contribuent au réchauffement climatique), investir dans les NT2e.

### **Réformer la réglementation mondiale pour renforcer la stabilité économique mondiale**

Rendre le système financier plus transparent permettra d'atténuer l'asymétrie d'information, frein à l'optimalité des marchés. Inciter à la transparence également, comme exiger que les stocks-options figurent au passif du bilan ou relever le niveau des obligations de fonds propres pour les banques qui rémunèrent leurs dirigeants de cette manière. **Contrebalancer les effets négatifs de la comptabilité *mark-to-market*** par les règles contracycliques d'adéquation des fonds propres et des provisions. Récompenser les institutions qui disposent d'un financement à long terme de leurs engagements. **Un provisionnement dynamique et contracyclique est souhaitable, avec une comptabilité statistique.** Restreindre les rémunérations très dépendantes des cours boursiers (tendant au manque de transparence). « L'autorité de surveillance doit avoir obligation de mettre dans le domaine public les transactions où interviennent des fonds publics, mais peut-être en différé, en cas d'inquiétudes sur la sensibilité du marché. Si des problèmes d'informations confidentielles limitent la divulgation complète des données au niveau d'une entreprise, il doit y avoir divulgation complète de données agrégées. (...) Obligation de fonder les systèmes de rémunération sur les résultats à long terme, et la mise en œuvre de l'obligation faite aux entreprises de payer des charges de capital plus élevées si leurs modes de rémunération ne sont pas conçus pour limiter

l'excès de risque. (...) Un secteur financier surdimensionné, agissant souvent de façon non concurrentielle, a entravé des innovations telles qu'un système de paiement électronique efficace fondé sur les technologies modernes de communication. (...) Le secteur financier n'a pas introduit non plus de produits comme les bons d'État liés au PIB ou liés au cours d'un produit de base, qui auraient pu aider à gérer des risques manifestement importants. (...) La réglementation doit couvrir toutes les institutions et tous les instruments pertinents. (...) Les autorités de contrôle doivent coordonner une couverture sans faille de l'ensemble des marchés des capitaux, des marchés des titres et des établissements de dépôt, au niveau national et international.» La réglementation doit être universelle. Règles claires pour juger ce qui est systémique, par exemple le levier, la dimension, le risque imposé aux petits investisseurs et/ou le degré de corrélation avec d'autres activités. Une commission de sécurité des produits financiers devrait être créée et adapter sa régulation de façon dynamique, en fonction des nouveaux usages des produits. Mettre le secteur déréglementé en quarantaine. Obligations de provisions et d'adéquation des fonds propres variables suivant le cycle des affaires : réglementation macroprudentielle contracyclique. Les régulateurs et les banques centrales pourraient convenir ensemble d'un taux d'expansion annuel du crédit bancaire et d'une fourchette autour de ce taux. Les régulateurs doivent traiter tous les véhicules *arm's length* (les SPV) ensemble, sur une base consolidée. Si on réduit le rapport prêt/valeur du bien immobilier et si on impose des mensualités plus élevées pour rembourser les dettes des cartes de crédit pendant les expansions, ces mesures contribueront à modérer une croissance excessive de ces deux types d'emprunts. On pourrait aussi relever les normes de provisionnement pour les secteurs qui connaissent des emballements du crédit. Retour à des institutions plus simples, plus spécialisées, segmentation la réglementation des institutions en plusieurs domaines, comme la banque de détail, les institutions d'épargne longue et la banque de financement et d'investissement. Restrictions quantitatives et/ou hausse des provisions sur le pourcentage des portefeuilles bancaires qui peut être alloué à certains secteurs enclins à l'activité spéculative, comme l'immobilier. Réglementation spécifique et appropriée si les banques investissent en actions (car un crash boursier peut provoquer un resserrement du crédit). Les réglementations doivent limiter les risques de change non couverts. Il faut restreindre les transactions sur les swaps et autres produits dérivés si elles sont effectuées dans un but spéculatif. « Il faut soit créer un fonds mondial de garantie des dépôts, financé par des prélèvements sur les banques ou par un taxe sur tous les dépôts, soit que les déposants dans les banques étrangères qui ne sont pas explicitement assurés par le pays d'accueil reconnaissent que leurs dépôts ne sont pas garantis. La garantie des dépôts par le pays d'accueil ne doit couvrir les filiales des banques étrangères que si elles sont capitalisées séparément, et s'accompagner de restrictions fortes sur le versement de capitaux à la société holding et d'une surveillance étroite exercée par les régulateurs du pays d'accueil. » Les initiateurs de titres doivent détenir au moins 10% de l'émission de chaque titres qu'ils garantissent. Droit pour le régulateur d'exiger que les transactions sur des CDS qu'elles jugent d'importance systémique se plient à une série d'obligations, dont l'enregistrement, la compensation centralisée, et quand ces mesures sont appropriées à la prise de risque, des exigences de marge et de fonds propres. Lorsqu'il y a exposition massive aux CDS de gré à gré, il doit y avoir divulgation des positions nettes, afin que le marché puisse évaluer le risque de contrepartie. Lois antitrusts insuffisantes pour les institutions trop grandes pour être

résolues (ie. réorganisées, TGPER) : réglementations plus sévères pour ces institutions. Les agences de notation doivent fournir des informations globales sur leurs résultats passés et/ou qu'un organisme public indépendant donne ces résultats. Il doit y avoir divulgation, au moins auprès du régulateur, des positions des banques d'affaires et d'autres acteurs capables de « faire bouger » les marchés, ne serait-ce que pour repérer les conflits d'intérêts potentiels (de la part d'analystes de ces banques qui évaluent les actions et obligations). Nouvelles lois sur les faillites pour faciliter une restructuration accélérée en cas de crise systémique. Créer des réglementations précises pour s'assurer que les institutions régulatrices feront bien leur travail. Ne pas se fier à des experts issus des milieux financiers. Lier les salaires des régulateurs à ceux de secteur financier, en les finançant par une taxe sur ce secteur. Exemple de structures possibles : une nouvelle banque centrale pour les problèmes macro et une autorité de réglementation financière pour les microproblèmes, fortement coordonnées. L'ARF aurait des sous-organismes : commission des titres et des places boursières, commission des assurances, commission de sécurité des produits financiers, commission de supervision de la comptabilité (pour prohiber les engagements hors bilan, imposer des obligations de divulgation et des méthodologies prudentes dans l'évaluation du risque), commission de stabilité des systèmes financiers (pour imposer des obligations de marge élevées ou de gros apports personnels initiaux pour les produits vendus aux particuliers si elle a le sentiment que le levier est en expansion excessive). **Techniques étatiques de gestion du compte de capital : gérer de façon prudentielle l'emprunt extérieur, imposer des réserves obligatoires non rémunérées**, limiter les flux à court terme, limiter la propriété étrangère dans certaines activités. Donner la priorité à la réglementation du pays d'accueil. Traitement national : égalité de traitement entre *domestic banks* et *their foreign subsidiaries*. Accord multilatéral sur le secret fiscal, qui prévoirait la réciprocité et dont on pourrait réclamer l'application en saisissant des tribunaux internationaux, signé en premier lieu par les grands centres financiers (les non signataires étant écartés du système). Les prêts et banques publics de développement sont efficaces.

### **Institutions internationales**

Il faut créer un Conseil de coordination économique mondial (CCEM) au même niveau que l'Assemblée générale des Nations unies et le Conseil de sécurité, soutenu par un Groupe international d'experts, qui analyserait la situation économique et proposerait des réformes. Le FMI doit être réformé (cf. rapport du Comité de personnalités éminentes sur la réforme de la gouvernance du FMI) de manière à donner un poids plus grands aux pays sous-développés. De même l'attribution des droits de vote à la Banque mondiale doit être revu et ne prendre en compte que le poids économique des États membres, leur contribution à la mission de développement de la Banque mondiale et l'importance de leur niveau d'endettement à l'égard de la Banque. Il faut créer une Autorité financière mondiale (ou prendre le CSF existant) pour coordonner la réglementation financière en général (entreprises, titres, normes comptables) et fixer et/ou coordonner des règles mondiales dans certains domaines particuliers, comme le blanchiment et le secret fiscal. Il faut augmenter les ressources des IFI (institutions financières internationales), faciliter le crédit aux sous-développés, arrêter l'extorsion à l'entrée de l'OMC. Les traités de commerce doivent être réexaminés pour les rendre compatibles avec le nouveau cadre réglementaire international.

### **Innovations financières internationales**

Le système de réserve mondial est instable et doit être repensé. Les périodes d'excès et de manque de liquidités en dollar se succèdent, les réserves en dollar augmentent (**par autoprotection contre les flux procycliques**) quand le déficit extérieur américain se creuse. Un système de réserve multidevises est miné par l'instabilité des taux de change. Le FMI réformé devrait émettre des Certificats de monnaie internationale (qui pourraient être une version modifiée des DTS) comme monnaie de réserve mondiale. Deux possibilités : adosser la devise mondiale à un panier composé des devises de tous les membres, ou émettre les CMI sans « adossement ». L'allocation ne doit pas se faire en fonction des quotes-parts au FMI (droits de vote) mais en fonction de la demande des pays en monnaie de réserve, ainsi les CMI iraient aux pauvres. **L'allocation doit contenir des incitations et/ou des sanctions intrinsèques pour dissuader les pays de maintenir de gros excédents.** Ceux qui conservent des surplus excessifs pourraient perdre tout ou partie de leurs quotes-parts s'ils ne les utilisent pas à temps pour accroître la demande mondiale. Le volume des émissions annuelles doit compenser l'augmentation des réserves, soit environ 300 milliards de dollars par an, et peut être contracyclique. Acheter des obligations émises par les banques multilatérales de développement en DTS nouvellement créés. Le passage au nouveau système doit être évolutionniste (passer par une « association de la monnaie de réserve » incluant de plus en plus de pays), les banques régionales ont aussi un rôle à jouer pour atténuer les effets d'une crise sur un pays en faisant jouer la solidarité des voisins.

Pour mieux gérer le risque, les banques régionales ou mondiale pourraient créer un titre financier dont les intérêts versés seraient proportionnels à la croissance du PIB, ou aux cours de matières premières. Mettre aux enchères des ressources naturelles mondiales comme les droits de pêche océanique et les permis d'émissions polluantes peuvent financer des programmes mondiaux pour l'environnement. Debt2Health