



## CRISE FINANCIÈRE : DIAGNOSTIC ET DÉFAILLANCES DU SYSTÈME DE RÉGULATION

# Actes de la conférence

### INTRODUCTION :

- Pierre-François Racine : *Président de la section des finances du Conseil d'Etat* P.2

---

### 1 / INTERVENTIONS

P.3

- Michel AGLIETTA : *Professeur de sciences économiques, Université Paris X Nanterre*
- Michel PRADA : *Ancien président de l'Autorité des marchés financiers*
- René RICOL : *Médiateur du crédit aux entreprises*

### 2 / QUESTIONS DU PUBLIC

P.12

---

## Introduction

### **Pierre-François RACINE**

Il est naturel qu'à une semaine de la réunion du G20, cette conférence traite de la crise financière maintenant devenue crise économique, pour établir ou confirmer les éléments de diagnostic et en particulier les éventuelles insuffisances ou défaillances des systèmes de régulation et de supervision. La recherche de la définition d'éventuelles solutions constituera le sujet de la seconde conférence qui aura lieu le 29 juin.

Il n'est ni économiste, ni banquier, ni régulateur ni auditeur comptable qui n'aborde avec tremblement un sujet comme celui de ce soir. D'éminents spécialistes se sont saisis de la question comme en témoignent :

- Le rapport de M. Ricol au Président de la République en septembre 2008.
- Les nombreuses contributions de l'AMF à l'époque de la présidence de monsieur Prada
- Le rapport du groupe de travail européen présidé par M. de Larosière
- Le dernier ouvrage de M. Aglietta
- Le dernier rapport parlementaire de la commission des finances dit rapport Carayon

# 1 / INTERVENTIONS

## **Michel AGLIETTA**

### I/ L'analyse de la crise

La question posée à l'occasion de cette première conférence est celle de l'analyse de la crise. Nous n'en sommes plus à sa description. Si le risque systémique a éclaté il y a seulement six mois, la crise a déjà vingt mois d'existence. Ce qu'il faut maintenant, c'est comprendre. J'essaierai donc de faire deux choses. D'abord, comprendre les racines de la crise : celle-ci vient de très loin car la dérive de l'endettement dure depuis une vingtaine voire une trentaine d'années. Ce sont les caractéristiques du système capitaliste qui ont permis cette dérive de l'endettement. J'évoquerai ensuite les développements de la crise puis les conditions de sa sortie.

Les racines de la crise résident dans les causes de l'augmentation du volume de la dette, qui doivent être cherchées dans les transformations ayant eu lieu après la fin de l'inflation. Il s'agit de transformations profondes tant dans la sphère financière, au niveau des prix des actifs, des taux d'intérêt et du développement des bourses, que dans le secteur réel, avec les transformations des entreprises. Celles-ci ont engendré une prise de pouvoir de la finance, à la fois dans les entreprises et dans le secteur financier.

Trois déconnexions sont à l'origine de la crise :

- La déconnexion entre la rentabilité financière et le rendement économique du capital. Tout le monde a entendu parler des 15% de fonds propres mais cela est allé plus loin. Le président du directoire de la Deutsche Bank, Joseph Ackermann, avait ainsi affirmé dans le *Financial Times* qu'une banque leader devait au moins obtenir un rendement sur fonds propres de 25%. Il est clair que ce type d'injonction et de *business model* induit nécessairement le besoin de réduire au maximum les fonds propres et d'augmenter au maximum l'endettement. Les entreprises ont été incitées à s'endetter très fortement par les LBO (*leverage buy out*) et par les rachats d'actions. Ces mécanismes ont

eu un rôle considérable dans l'endettement des entreprises.

- Deuxième caractéristique : l'objectif de rendement maximum du capital a induit une pression à la baisse sur les salaires. Cette deuxième tendance, présente surtout dans les pays anglo-saxons, correspond à la déconnexion entre les salaires réels et la productivité du travail. Si l'on en était resté là, cette déconnexion se serait traduite par une croissance très basse, comme le montre l'exemple du Japon depuis sa sortie de crise : les ménages ne s'endettent pas mais les salaires restent stables et la croissance japonaise est extrêmement faible. Pour éviter cette situation, il a fallu dissocier la consommation des revenus, ce qui est passé par un fort endettement des ménages et une importante baisse du taux d'épargne, accélérée à partir de 2001.
- Troisième élément : la baisse tendancielle de la fiscalité sur le capital pour obtenir le maximum de rendement sur fonds propres. La conséquence peut en être, soit une dégradation de la production de biens publics dans certains pays, soit une augmentation de l'endettement de l'Etat dans d'autres. On a ainsi constaté, à partir du début des années 2000, une accélération de la dette pour deux raisons principales :
  - Le nouveau cours de la globalisation.
  - Le développement de l'innovation financière dans le cadre de la finance de marché ou du système bancaire dit parallèle ou alternatif.

C'est le recyclage de l'excès d'épargne après la crise asiatique qui a entraîné cette polarisation de l'épargne dans le monde. Celle-ci a produit une demande énorme de titres sur les marchés américains et fait baisser les taux d'intérêt à long terme sur l'ensemble du réseau obligataire. A cet égard, il faut signaler que la Réserve fédérale américaine (FED) a augmenté son taux d'intérêt de 1 à 5,25% entre 2004 et 2007, alors que, sur la même période, le taux d'intérêt à long terme baissait. Cela montre que la FED ne maîtrisait

plus l'ensemble des taux d'intérêt. Ce n'était pas la faute de la FED, mais relevait bien d'une caractéristique structurelle de la mondialisation depuis la fin de la crise asiatique.

Cela s'est également traduit par une inflation extrêmement basse qui a entraîné une diminution de l'aversion pour le risque et une recherche à tout prix de zones de fort rendement dès lors que les taux d'intérêt sur les marchés obligataires - représentant le rendement banal des actifs sans risque - était extrêmement bas.

Tout les conditions étaient réunies pour le développement de l'innovation financière, grâce à une sous-évaluation extraordinaire du risque dans l'ensemble des processus que sont l'usage des dérivés de crédit et la titrisation des crédits, notamment hypothécaires.

Dès lors que le crédit est accordé non pas en fonction d'une évaluation des débiteurs, c'est-à-dire en fonction de leurs revenus, mais en fonction de l'anticipation de la hausse des prix d'actifs, on se trouve dans une situation particulière du crédit. Lorsque la demande de crédit dépend du même facteur - la hausse du prix des actifs - les demandeurs de crédit en demandent de plus en plus car les prix des actifs augmentent et leur rendement potentiel s'accroît. Si les banques font le même calcul que les demandeurs de crédit, l'offre et la demande de crédit dérivent en même temps et le prix du crédit ne peut plus être le régulateur du marché. Le marché du crédit ne peut donc fonctionner comme un marché ordinaire si le crédit n'est pas tiré par l'utilité d'un bien quelconque et le revenu avec lequel on le paye, mais par l'anticipation de la richesse future.

A partir du moment où, en l'absence d'inflation, les banques centrales n'ont pas réagi et où les autres régulateurs sont restés passifs, la dérive était assurée. Elle l'est toutefois dans toutes les crises financières depuis quatre siècles.

L'innovation financière a amplifié cette logique par la transformation et le transfert du risque, dont la caractéristique est de déconnecter l'initiateur du crédit et le preneur de risque. En l'absence de normalisation précise du processus de transfert, l'initiateur du crédit n'a aucun intérêt à évaluer correctement le risque (puisque'il est rémunéré par le biais d'une commission). Il y a donc eu une sous-évaluation du risque à tous les étages de la titrisation. C'est une caractéristique que les banques d'affaires ont utilisée au maximum puisque cela leur a permis d'économiser du capital, et ainsi de disposer

d'un effet de levier gigantesque. Elles se sont fortement endettées pour prêter davantage. L'excès d'endettement ne tenait alors plus que par la bulle spéculative du prix des actifs, en l'espèce, le prix de l'immobilier. Toute bulle spéculative doit un jour éclater dès lors qu'elle ne s'autorégule pas. Tous les acteurs vont en effet au bout du processus puisqu'une des caractéristiques d'une bulle, est que le gain en capital est autant plus rapide qu'on se rapproche de son effondrement. S'il était donc aisé d'anticiper une crise immobilière - il suffisait d'analyser le marché du crédit - on ne pouvait en revanche pas savoir à quelle date elle se produirait, le renversement du prix de l'immobilier pouvant intervenir à tout moment.

Tout ce processus a conduit à une crise systémique. La définition précise du risque systémique est la suivante : « *une situation dans laquelle les réponses rationnelles des acteurs privés individuels cherchant à se protéger des effets de la crise conduisent à aggraver la situation de tous* ». Alors que chacun est rationnel - en tentant par exemple de retrouver de la liquidité - le fait que tout le monde cherche à le faire en même temps provoque un échec général des ajustements de marché. La rationalité collective se détache de la rationalité individuelle, ce qui est la caractéristique d'une crise systémique. Le coût social des faillites devient alors très supérieur aux coûts privés. Dans une telle situation, non seulement l'action publique est légitime, mais elle est impérative.

On a ainsi assisté, dès le moment où le risque systémique a éclaté au mois de septembre 2008, à une prise en charge de l'économie par les Etats et les banques centrales. Cette intervention était justifiée par la gravité de la situation. Cette forme de crise systémique affectant les bilans bancaires est en effet, comme l'histoire l'a montré, très longue et très pénible. Il s'agit d'avaler les pertes et de remettre les bilans dans une situation telle que les marchés puissent à nouveau les considérer comme normaux. L'extrême difficulté de la tâche impose aux Etats de prendre en charge collectivement les banques, ce qu'ils hésitent à faire en raison du coût que cela représente.

En l'espèce, les éléments du risque systémique qui ont le plus joué et qui l'ont même accentué sont de deux types :

- Un levier procyclique très fort

- Un *mismatch* d'échéance, qui se produit lorsque des structures sans base de dépôt (les banques d'affaires ou les hedge funds), et donc extrêmement fragiles, portent une masse d'actifs illiquides financés à court terme par le marché. Dès que le marché s'assèche en raison d'une perte de confiance générale, le risque systémique apparaît. Il s'est d'abord manifesté avec Bear Stearns, puis Lehman Brothers et enfin avec toutes les banques.

## **II/ Le danger d'une longue récession**

La crise nécessite une action massive des Etats sinon coordonnée, du moins coïncidente.

Du point de vue de l'offre de crédit, il y a eu une très forte sous-estimation de l'insolvabilité dans le système bancaire. On a trop longtemps considéré que l'on faisait face à une perte de confiance par manque de liquidité alors qu'en réalité, l'insolvabilité est massive. Par conséquent, si l'on n'arrive pas d'une part, à sortir les créances douteuses du bilan des banques et, d'autre part, à recapitaliser ces dernières, le système bancaire risque d'être paralysé pendant des années. Le fait que les gouvernements tardent à réaliser qu'il y a des pertes définitives et qu'il faut traiter l'insolvabilité, et pas seulement l'illiquidité, provoque un tournant dans la possibilité de sortir de la crise.

Mais cela ne suffit pas : se pose également le problème de la demande de crédit. Les agents privés s'étant endettés avec des taux excessivement élevés par rapport à leurs revenus, une logique de déflation de la dette s'est mise en place. Les agents privés n'ont alors plus le même comportement que dans une récession ordinaire où l'on attend une reprise de la consommation. Dans une situation de désendettement, tout se passe comme si les agents n'avaient plus la même fonction d'utilité : au lieu de tenter d'augmenter leur utilité (profit pour les entreprises, « *welfare* » pour les ménages), ils cherchent à tout prix à se désendetter. La minimisation de la dette devient l'élément essentiel. Dès lors, il y a peu de chances que même le retour d'un crédit à des coûts raisonnables permette à la demande de redémarrer. Les ménages contraints par la dette passée ne vont pas se remettre à s'endetter. Les autres, se sentant appauvris et craignant la

montée du chômage, risquent d'adopter un comportement d'attente en épargnant davantage.

Ainsi, le déploiement des dépenses publiques doit être puissant. Il n'y aura pas de multiplicateur par les agents privés tant que le désendettement ne sera pas accompli. C'est le piège qui peut entretenir la situation.

\*

\* \*

## Michel PRADA

La description de Michel Aglietta est lumineuse mais je voudrais signaler un point de désaccord : je ne suis pas convaincu de l'absence de responsabilité d'Alan Greenspan, peut-être plus sur la problématique de l'externalisation du risque qui a été le principal instrument du dérèglement que sur sa politique monétaire. Si nous n'avions pas eu cette explosion de l'externalisation du risque entre 2002 et 2007, peut-être aurions-nous une crise comparable aux crises précédentes. Une des caractéristiques de cette crise est l'apparition d'un nouveau paradigme dont beaucoup - et en particulier Alan Greenspan - ont cru que c'était le nouveau paradigme du financement de l'économie mondiale dans une atmosphère globalisée.

Je ferai trois séries de remarques :

- La macroanalyse a été défailante.

C'est l'une des difficultés pour l'avenir car il y a à la fois une difficulté de compréhension théorique (ou d'acceptation par les acteurs de l'explication des origines de la crise) et un affrontement de positionnements politiques souverains. Tirer les leçons de la crise pour l'avenir et trouver des méthodes de gestion macroprudentielles qui permettent d'en éviter le renouvellement sera très difficile. Tout le monde se plaît aujourd'hui à reconnaître le rôle des *global imbalances*. Tout le monde reconnaît cet excès de liquidités. Mais sommes-nous au point où les autorités mondiales sont prêtes à gérer ces sujets qui passent par une coordination des politiques nationales ? On voit bien déjà la difficulté que soulève l'évocation de modifications du système monétaire par la Chine et la réaction immédiate de Timothy Geithner.

Devant nous se dresse la problématique de la maîtrise de l'analyse économique et du pilotage macroéconomique mondial. Je ne sais pas dans quelle mesure le G20 permettra d'y apporter remède. Je le dis avec d'autant plus d'inquiétude que la création du Forum de la stabilité financière en 1998, à la suite de la crise asiatique de 1997 et de la crise russe de 1998, avait pour objet d'essayer de réconcilier les différentes approches macroprudentielles et d'établir un lien entre le macroprudentiel et le microfinancier. En mettant autour de la table les banquiers centraux, les institutions internationales, les organismes de régulation et les principaux grands pays du

monde, on arrive à traiter ces sujets. Le Forum de la stabilité financière, qui est une institution que je défends parce qu'elle est extrêmement fructueuse et utile, est passée à côté de l'analyse qui vient de vous être résumée par Michel Aglietta. Pourra-t-on faire mieux dans l'avenir ? Je n'en suis pas sûr.

- La problématique de la régulation.

Les régulateurs ont leur part de responsabilité. Ils ne sont pas les seuls. L'industrie a joué un rôle déterminant. Au cours de la période, avec une violence et une constance sans faille, les grands représentants de ce que l'on appelle l'industrie - c'est-à-dire les institutions financières privées - se sont opposés à ce que les régulateurs puissent intervenir sur le terrain de cette externalisation du risque et de l'innovation qui était le levier principal des dérèglements connus. Malheureusement, les régulateurs n'ont pas été capables de résister à cette pression. Dans certains cas, ils l'ont même relayée, convaincus de la validité de ce nouveau paradigme et de la capacité de ces grands industriels à gérer eux-mêmes les problématiques du nouveau système.

Ceci est très clair s'agissant de l'externalisation. Quand on lit Michel Aglietta, on réapprend que, dans un système financier, il y a deux grands types d'instruments - l'intermédiation et le marché - et qu'il ne doit pas y avoir de zone grise entre les deux. Or, l'externalisation du risque a été cette zone grise. Les banquiers centraux et les superviseurs bancaires ont répété jusqu'en 2006-2007 que le système, tout comme les institutions financières, était robuste au regard des critères utilisés à l'époque pour les apprécier. Les régulateurs de marché avaient dans leurs missions principales la protection de l'épargne et le bon fonctionnement des marchés réglementés. Ils ne se préoccupaient quasiment pas de ces marchés dits « over-the-counter » (OTC) sur lesquels les grandes institutions faisaient leurs affaires à l'abri de la régulation. L'externalisation du risque a fleuri sur cette imprécision du dispositif de régulation à partir d'un mécanisme très pervers, la « fausse déconsolidation ». En faisant des combinaisons habiles de dispositifs prudentiels et comptables, les institutions bancaires, plus spécialement américaines, ont inventé des systèmes de déconsolidation à travers des « conduits » et des « sifs » qui ont pu porter la titrisation et accroître encore ce *mismatch* entre

les termes de financements de long terme et de court terme. Ce processus a pris des proportions gigantesques et, dans un contexte de recherche du rendement (les rendements « normaux » étant faibles et l'aversion au risque devenant elle-même très limitée), l'appétit pour des produits structurés a été immense. On s'est retrouvé avec une accumulation de produits structurés dont plus personne n'avait ni la maîtrise ni la compréhension. Ce problème d'externalisation a joué un rôle majeur dans la crise.

Nous avons été quelques uns à percevoir que quelque chose nous échappait. A partir de 2002-2003, j'ai commencé à poser le problème de l'externalisation du risque. Je me suis d'ailleurs trompé puisque je pensais que cette externalisation via les produits structurés se traduirait par un transfert du risque sur les ménages et que le jour où des incidents se produiraient, nous n'aurions plus en face de nous des entités régulées professionnelles, mais des populations furieuses qui descendraient dans la rue. Ceci n'a pas été pris au sérieux, à juste titre d'ailleurs, puisqu'au mois de juillet 2007, lorsqu'on a vu les premiers fonds incapables de faire face aux demandes de remboursement et d'assurer la valeur du dollar pour le dollar, ce sont les banquiers qui ont immédiatement rapatrié le risque dans leurs comptes. Ils l'ont fait soit parce qu'ils avaient *de facto* des obligations juridiques - notamment des contraintes de liquidité à l'égard des dispositifs qu'ils avaient conçus et déconsolidés - soit en raison du risque réputationnel - puisqu'ils étaient les auteurs de ces produits, très largement leurs distributeurs, de même que leurs gérants, la plupart d'entre eux étant les maisons mères des grandes maisons d'*asset management*. Tant dans les pays d'Europe (à commencer par la France) qu'aux Etats-Unis, on a vu revenir sur le *banking book* tous ces risques externalisés. C'est à ce moment qu'on a vu l'extraordinaire écart entre la réalité des fonds propres et la réalité des risques.

Le problème est celui de la maîtrise de ce dispositif fortement remis en question, mais dont on peut se demander s'il n'est pas nécessaire à une économie moderne, à condition d'être correctement maîtrisé.

Du côté des banquiers, des interrogations essentielles sont posées. D'abord celle de savoir comment ils ont pu perdre le contrôle de cette déconsolidation. Ensuite, et parce qu'une partie significative de ces produits ont été recyclés

dans le système financier, comment n'ont-ils pas pu voir que ces produits non réglementés sur des marchés négociés engendraient des risques majeurs ? Comment ont-ils pu se satisfaire d'un système dans lequel les ratios prudentiels applicables au *trading* étaient beaucoup plus faibles que ceux appliqués aux autres activités ?

La tentation a été extrême pour les institutions financières de se lancer dans ces activités où les besoins de fonds propres étaient très modestes. C'était la simple extrapolation de l'époque où le *trading* se faisait essentiellement sur des produits liquides qui étaient des produits souverains. Lorsque le *trading* s'est fait sur des produits en réalité non liquides sur des marchés non réglementés, ni même organisés, au premier coup de vent, le système s'est effondré. Ceci a contribué à la crise de liquidité et de solvabilité des banques et aujourd'hui à la crise économique profonde.

Du côté de la supervision des marchés se pose le problème des marchés « OTC » et des acteurs « systémiques » qui ne peuvent plus rester hors supervision, et des infrastructures, notamment de compensation.

- Il y a une série de points plus techniques, plus annexes et d'ailleurs plus difficiles à traiter qui ont aggravé la dérive et le désastre

La problématique des normes comptables est moins fondamentale. Elle existe pour une partie, notamment s'agissant des conditions dans lesquelles ont été valorisés les produits de *trading* et les produits *available for sale*. Mais il faut rappeler que pour l'essentiel, le *banking book* reste en valeur historique.

Les problèmes de comportement et de morale sont également majeurs. Cette crise n'aura pas simplement battu tous les records en ce qui concerne le désastre financier ; elle aura aussi battu des records en ce qui concerne les escroqueries. Elle met en cause les régulateurs dans leurs capacités à identifier suffisamment tôt ces comportements et à les sanctionner.

Les comportements individuels, au regard des mécanismes de régulation, sont également en cause. Mais ceci me paraît relativement anecdotique par rapport à la question macroprudentielle et celle de la reconstruction du système de régulation.

\*

\* \*

## **René RICOL**

J'avais, lors de la dernière crise de 2000 où les auditeurs étaient en accusation, indiqué que pour la prochaine, ce serait le tour des agences de notation. Le marché trouve toujours un responsable pour ses propres errements. Je voudrais attirer l'attention sur cinq points :

- Sur ce qu'a dit Michel Aglietta :

Dans les pays développés, la croissance est fondée sur l'endettement des ménages, même si c'est un peu moins vrai en France. C'est un vrai sujet qui pose une double problématique :

- Celle de la répartition de la croissance entre les pays développés et les pays en voie de développement.
- Celle du risque social que ce système fait courir dans la mesure où chaque crise coûte de plus en plus cher aux ménages les plus endettés. Sur une longue période, ceci est absolument spectaculaire.

- Sur ce qu'a dit Michel Prada et la pression de l'industrie financière :

Il y a eu un lobby inouï des industries financières ces dernières années posant une vraie question morale.

Les régulateurs ont été d'autant plus silencieux que dans certains pays, il y avait une proximité immense entre régulateurs et régulés. Le système français, qui consiste à nommer aux fonctions de régulation des personnes n'ayant pas participé aux pratiques des industries privées, est un bon système qu'il faut faire perdurer. Les économistes ont été contraints au silence car beaucoup travaillent pour des sociétés financières. Ce silence des économistes est un vrai problème. Leur richesse d'analyse n'a pas été exploitée. Il faudra s'en souvenir dans le futur. Dans mon rapport au Président de la

République, j'ai indiqué qu'il fallait que les politiques se dotent d'un conseil d'experts parce que je crois qu'il faut avoir des économistes au service de l'Etat, de l'Europe et du G20.

Les politiques se sont vus imposer par les financiers ces 10 dernières années un discours en faveur de moins de régulation pour plus de richesse et plus d'emplois dont on voit aujourd'hui que le caractère faux a conduit à des situations ubuesques.

Il faut reconnaître qu'il y a eu des excès, des sommes folles, entre 60 et 100 millions d'euros, parfois plus, distribuées à titre de bonus. Et, je ne pense pas que le monde de la finances ait complètement accepté de mettre fin à ces dérives.

Par ailleurs, je vois apparaître avec beaucoup d'inquiétude une nouvelle régulation : la directive Solvabilité II. Si la valeur de marché a posé problème en raison de l'anticipation de la régulation dite « Bâle II », cette directive est encore plus problématique car il s'agit d'appliquer la juste valeur de marché, à l'actif et au passif, sur le court terme et le long terme. Les conséquences risquent d'être violentes. En effet, les assureurs vont titriser massivement les contrats d'assurance et vont investir sur le très court terme. Comme les obligations ne rapporteront pas suffisamment (pour les assurés et pour les assureurs), on ira à nouveau vers des produits structurés. En discutant avec la Commission européenne, on se rend compte que cette logique est encore à l'œuvre. C'est un sujet qui n'est pas réglé.

- La titrisation :

C'est un système qui a permis d'avoir beaucoup d'argent disponible aussi bien pour les pays en voie de développement comme la Chine ou l'Inde que pour les pays développés, mais qui a dérapé. Dans le même temps se développait le crédit *subprime*, qui a permis à de nombreux ménages américains de devenir propriétaires de leur maison avant d'exploser et de mettre en risque le monde entier.

Sur l'absence de régulation, tout a été dit par mes prédécesseurs mais je voudrais rajouter un élément qui me frappe en tant que comptable : l'emballlement sur les marchés des matières premières. Cet emballlement, qui a créé un excès d'épargne est aussi partie prenante de la crise. Il

est lié à deux choses : une augmentation classique de la demande mais surtout la décision du Sénat américain en 2002 de décorrélérer les quantités physiques et les montants joués sur les marchés de matières premières. J'ai du mal à penser que cela n'a pas aggravé la hausse du prix des matières premières, qu'il s'agisse du pétrole ou des matières premières agricoles (sur le riz, cela a été dramatique) ni encouragé la spéculation. Cette question, qui n'a jamais véritablement été traitée, doit être explorée honnêtement.

- On se trouve face à quatre urgences :
  - La transparence :

Nous en sommes tous convaincus et à cet égard, le prochain G20 à Londres au mois d'avril, est fondamental. Si la France fait valoir son point de vue, je pense que Nicolas Sarkozy rentrera dans l'histoire.

Le fait de vouloir que les places *off shore* soient transparentes est un enjeu vital. A quoi cela sert-il de réguler les bilans si la moitié des opérations est traitée hors bilan ? De réguler les trois quarts du système si un quart reste opaque ? L'enjeu de la transparence est celui des opérations de gré à gré : les opérations *over-the-counter* doivent disparaître. Il y a un accord pour des plateformes de *trading* ou *post-trading* qui permettent d'avoir une meilleure visibilité sur les opérations et de savoir quand réguler. Il est également essentiel qu'il y ait une visibilité sur l'ensemble des places *off shore*, sans quoi leur attrait restera considérable.

- La morale :

Quelle société voulons-nous laisser à nos enfants ? Il y a toujours des causes communes aux crises : un excès de liquidités, une perte de sens du risque et l'appât du gain. La vraie question est celle de la régulation. Pour un citoyen rémunéré au SMIC, un rapport de rémunération de 1 à 10 est déjà un enjeu considérable. Or, nous sommes plutôt à 1 pour 10 000.

- Le débat sur les monnaies :

Au regard de l'enjeu de la répartition de la croissance entre les pays développés et les pays en voie de développement, le débat sur les monnaies est le grand absent, bien que Nicolas

Sarkozy ait commencé à l'ouvrir. Bien sûr il faut aider les pays en voie de développement, mais le développement de nouvelles fortunes considérables dans ces pays pose le problème de l'équité, à la fois au regard des citoyens en difficulté dans les pays en voie de développement et dans les pays développés.

- Comment décider ?

On dispose aujourd'hui d'instruments formidables : le Forum de stabilité financière, le G20, les groupes dans le cadre de l'Union européenne. Mais on manque de décisions concrètes, ce que Michel Prada a souvent regretté. De la même manière, le Forum de stabilité financière aurait peut-être pu se contenter d'une dizaine de propositions, au lieu de 140. Enfin, le silence de l'Europe sur le sujet pose problème.

- Les normes comptables :

Les grands financiers ont tenté d'expliquer que les normes comptables étaient responsables de la crise. Elles ont au contraire permis de révéler la crise. La question plus essentielle est celle de la confiance entre les agents : une partie de leurs produits comprenaient un risque et tous le savaient. C'est cela qui a provoqué une crise de défiance sur le marché interbancaire. En revanche, dire que les normes comptables combinées aux normes prudentielles peuvent être procycliques quand la crise arrive est tout à fait vrai.

Cela pose la question de la gouvernance de l'IASB (International Accounting Standards Board). Il faut rappeler, à cet égard, la primauté du politique et des banques centrales, qui n'est manifeste que quand cela va vraiment mal. Viennent ensuite les régulateurs et seulement après, le comptable.

On a fait de l'IASB une structure qui pèse autant qu'un grand régulateur, alors qu'il ne l'est pas. Il est urgent de remettre de l'ordre en prévoyant un *oversight*, c'est-à-dire un conseil de surveillance composé de régulateurs et de personnes qualifiées. Ensuite, si, en situation de crise, les régulateurs considèrent que les standards comptables, dans certaines situations, ont des effets pervers, il doit leur appartenir de décider de suspendre leur application, voire de les faire modifier temporairement. Cela relève de la responsabilité des régulateurs et non du normalisateur comptable.

Je défends donc les normes comptables mais je pense qu'il faut réformer la gouvernance. Les anglais nous reprochent de vouloir interférer sur les normes. C'est pourquoi j'essaye de convaincre tout le monde de ne plus parler de normes comptables mais de gouvernance.

La réalité est que l'industrie financière dispose d'une influence anormale sur l'IASB et si Michel Prada n'avait pas été là, cela aurait été pire. Si nous sommes vraiment désireux de voir l'ordre revenir, il faut que nous arrêtons de parler de normes pour exiger une bonne gouvernance.

Beaucoup de grands régulateurs ont annoncé le risque de crise, mais quand vous voyez arriver un vrai sinistre financier, vous le « dites, mais pas trop fort » car tout le monde a peur de déclencher le séisme. C'est à cela que répond le retour du politique dans la sphère financière. C'est désormais chose faite et c'est la première conséquence positive de la crise.

\*

\* \*

## 2 / QUESTIONS DU PUBLIC

- Question : Que se serait-il passé si en septembre 2008, la Réserve fédérale et le Trésor américains avaient décidé de sauver Lehman brothers ?

**M. Aglietta :** Dès lors qu'il s'agit d'une crise de système, le lieu où se déclenche un effet dramatique ne change pas le processus. Il est possible que la liquidité ne se soit pas effondrée, que le profil de la baisse des bourses n'ait pas été aussi fort et que la répercussion économique n'ait pas été un effondrement brutal au cours du quatrième trimestre. Mais les forces dépressives qui renvoient au processus de désendettement massif de tous les agents aurait continué de la même manière.

- Question : Sur la base des déséquilibres macroéconomiques fondamentaux, il y a une asymétrie importante entre les Etats-Unis et l'Europe. Même si certains pays d'Europe ont connu des types d'endettement similaires à ceux des Etats-Unis, ce n'est pas le cas de l'Europe occidentale. Est-il logique dans ce contexte que la crise y soit aussi profonde ?

**M. Aglietta :** Nous sommes dans une finance globalisée qui a permis un financement très puissant de la croissance émergente pendant des années, et notamment après 1998. Elle entraîne des excès qui se généralisent très fortement. La finance des banques d'investissement, les comptes propres des banques et cette logique de titrisation ont été un phénomène global dont les points d'application ont été plus importants aux Etats-Unis mais qui ont contaminé toutes les banques. Ce risque systémique a engendré un effondrement du commerce international, notamment aux mois d'octobre-novembre 2008. Dans la mesure où les économies sont très intégrées, la baisse des exportations a eu un effet catastrophique, particulièrement dans les pays comme l'Allemagne où le commerce international a un poids très fort. Cela a ensuite entraîné des phénomènes en chaîne de répercussion par un processus purement mécanique de demande. La crise s'est généralisée à partir d'un foyer bancaire - d'une

paralysie du crédit - puis de la contraction massive du commerce international. Les deux forment une récession mondiale. Quand une crise est systémique, l'interrogation sur l'origine de la faute importe peu dès lors que le processus s'est généralisé.

**R. Ricol :** Nous, européens, sommes autant porteurs du risque que les Etats-Unis, et même davantage. Nous sommes dans le risque global à assumer. Il est vrai que les dispositifs de protection sociale, notamment dans un pays comme la France, constituent un amortisseur formidable. On a bien vu que le Président de la République les a renforcés, et à mon avis, il est prêt à encore le faire. Les conséquences sont donc plus dramatiques pour les citoyens américains que pour les citoyens européens ou français.

- Question : Il y a eu la loi Sarbanes-Oxley mais aussi la loi de sécurité financière qui a permis de garantir la sincérité, la probité et la clarté de l'information communiquée aux marchés. A cette occasion, le rapport sur le contrôle interne s'est mis en place. Y a-t-il eu des sanctions lorsque les entreprises ou les institutions financières ne disaient pas la vérité ?

**M. Prada :** il est un peu trop tôt pour vous répondre parce que ces processus d'analyse et de sanction sont relativement longs, même s'ils sont en général infiniment plus courts que les procédures pénales classiques. Il y aura peut-être des mises en cause sévères de responsables pour des erreurs d'information financière ou pour des comportements répréhensibles. Mais ce qui sera difficile pour les régulateurs, c'est de distinguer les faits caractérisés et sanctionnables de ce qui aura été la pratique commune. Je trouve qu'il est extrêmement difficile de savoir quel a été, dans le comportement des dirigeants, la part de l'aveuglement, de l'incompréhension, de l'incompétence, de l'avidité, du calcul, de la malhonnêteté, de l'imitation. Quand on est devant un processus aussi gigantesque et aussi généralisé, la problématique de la sanction est extrêmement difficile à utiliser. M. Madoff prendra peut-être, à l'américaine, 2574 années de prison... Mais s'il est exemplaire de

l'ambiance, il n'est pas systémique. Je pense qu'il y aura des sanctions, des durcissements clairs de la part des régulateurs mais pour l'essentiel, le problème est d'une autre nature. Là où vous avez parfaitement raison - et pour les régulateurs l'expérience est amère - c'est qu'il y a eu d'une part, quinze années d'efforts pour améliorer la régulation internationale et resserrer les liens entre eux, aboutissant à cet échec collectif ; et d'autre part, pour l'ensemble des places financières, il y a eu un formidable travail sur la gouvernance pour arriver à cet échec collectif d'un certain nombre de managers.

**R. Ricol :** Les sanctions sont un moyen d'évacuer le fond des problèmes. On trouve des coupables et on s'en contente. Or, ce terme d'industrie financière est révélateur de la culpabilité de l'ensemble des acteurs. Dans mon rapport au Président de la République, on m'a reproché de ne pas avoir suffisamment critiqué les agences de notation. Je les ai critiquées, mais j'ai veillé à ce que le marché et les acteurs de la finance prennent tous leurs responsabilités. Si vous écoutez les agences de notations, elles vous indiqueront des pressions inouïes dont elles ont fait l'objet. Le vrai débat de fond est celui de la morale.

- Question : Le médiateur national peut-il nous parler de son bilan ?

**R. Ricol :** Mon rôle est celui d'un « chien de garde » en raison du pacte passé entre l'Etat français et les banques : « on vous soutient mais en contrepartie, vous préservez l'épargne des particuliers et vous soutenez le tissu économique ». Je fais ce métier avec des gens formidables, notamment avec l'appui des directeurs départementaux de la Banque de France qui dans chaque département sont les médiateurs départementaux et prennent en charge les dossiers. Ce qui se fait sur le terrain est impressionnant, la mobilisation est exceptionnelle. On a sauvé, à ce jour, plus 3000 entreprises et près de 65 000 emplois. Les banques jouent le jeu, sauf sur les grandes promotions immobilières et pour quelques grands groupes. Ce qui nous pose problème aujourd'hui, ce sont les assureurs crédit car leur modèle est procyclique et ne fonctionne pas en période de crise. Enfin, il y a la question des besoins de financement en propres qui pour certaines entreprises sont déterminants pour préserver à la fois les savoir faire et les

emplois et doivent être traités rapidement. Nous allons annoncer avec Christine Lagarde dans quelques jours, un accord de partenariat avec l'ensemble des acteurs du capital investissement pour accélérer les processus d'investissement et la création prochaine d'un fonds de consolidation dédié pour les entreprises en médiation.

S'agissant du lien microéconomique entre pays en voie de développement et pays développés, je découvre, à ma grande surprise, qu'une part importante des opérations de délocalisation n'est pas un grand succès. Certaines sont mal pensées, et elles réussissent mieux dans les pays du Maghreb qu'en Inde ou en Chine. Ces pays de délocalisation impliquent des coûts de transports, d'assemblage et de surveillance. Il faudrait imposer une réflexion sérieuse sur ces questions : cela impliquerait moins de délocalisations et elles ne seraient pas nécessairement réalisées au même endroit.

- Question : Concernant le dispositif de certification de l'existence du contrôle interne par le conseil d'administration, va-t-on apprendre de la crise pour améliorer le biais des dispositifs d'audit et la transparence ?

**M. Prada :** Je pense que l'on va accroître encore la pression sur l'amélioration des dispositifs de contrôle interne. Mais je ne suis pas convaincu que le sujet soit là. Il y a quelques années, je disais qu'il était regrettable en France que le contrôle interne soit insuffisamment organisé et pris en compte dans les entreprises non financières qui n'avaient pas la même culture de risque que les entreprises financières dans lesquelles le contrôle avait été considérablement développé depuis Bâle I. Ce problème du contrôle interne est récurrent. Bien sûr qu'il faut améliorer le contrôle interne, que les administrateurs, les dirigeants et les contrôleurs internes s'en préoccupent. Mais l'origine de la crise n'est vraiment pas là, elle est fondamentalement dans les causes permissives résumées par Michel Aglietta. A partir de là, la microéconomie est évidemment très importante mais elle n'est pas centrale. Si on n'a pas la capacité d'avoir des dispositifs robustes sur des éléments essentiels, le reste relève du second ordre. Quand on lit les contrats d'externalisation des produits structurés, on voit que les contrats contiennent tout mais que personne ne les lit, ni ne les

comprend. Le problème est plus profond que les défaillances de *process*. Il faut même se poser la question de savoir si les excès de *process* ne font pas perdre de vue la compréhension simple des choses. Je reste donc prudent sur l'efficacité de ces remèdes, nécessaires mais non suffisants.

**M. Aglietta :** Sur la question des contre-pouvoirs, le développement de cette finance reposait sur l'idée que la discipline de marché suffirait dans la mesure où l'on pensait que les évaluations de l'ensemble des produits et leurs échanges se feraient sur des marchés efficaces, que la transparence s'imposerait et que les entités seraient contrôlées anonymement par le marché lui-même. Or cette discipline de marché ne fonctionne pas puisqu'on a vu que les asymétries d'information sont totales. Ceux qui prenaient le risque n'avaient pas la possibilité de faire des évaluations contradictoires par rapport à ceux qui le vendaient.

Il faut rétablir des contre-pouvoirs, et je mettrai l'accent sur les actionnaires institutionnels, c'est-à-dire ceux qui ne font pas leur travail. Un conseil d'administration est là pour aligner les intérêts de l'entreprise sur ceux des actionnaires. Or, en regardant les conseils d'administration des banques d'affaires américaines, on s'aperçoit que tous les PDG sont présidents du conseil d'administration et que, du côté des administrateurs indépendants, on trouve un militaire en retraite, une ancienne actrice ou un directeur de théâtre. La notion d'indépendance a été conçue pour éliminer la notion de compétence. L'agenda du conseil étant entre les mains de la direction de l'entreprise, l'ensemble de l'information était filtrée avant d'arriver aux différents organes. Les actionnaires doivent d'abord défendre des intérêts de long terme (notamment lorsque ce sont d'importants actionnaires institutionnels aux engagements sociaux). Cela doit s'inscrire dans la structure même des pouvoirs de l'entreprise. Il s'agit là de définir un système à partir duquel les intérêts du long terme pourront à nouveau s'exprimer et imposer une discipline aux intermédiaires de marché.

**M. Prada :** Je suis bien entendu en faveur du contrôle interne et des contre-pouvoirs mais je ne suis pas sûr que ce soit la réponse à la crise actuelle.

Il y a eu des erreurs. Il en va ainsi, par exemple, s'agissant des dispositifs de contrôle,

de l'utilisation de la *value at risk* qui a permis de sécuriser les directions et les *risk managers* en démontrant que les risques étaient limités sans regarder les « *queues de distribution* », les « *fat tails* ». Or, c'est bien là que s'est produit le choc. Ce genre de problématique est d'une nature différente de celle de l'organisation du contrôle interne.

**Reprise de la question :** Quand on parle de contrôle interne, c'est la compétence des gens en place qui est en cause.

**M. Prada :** Je ne suis pas d'accord avec vous. Je constate que dans la quasi-totalité des corps de contrôle, y compris dans les cabinets d'audit, ceux qui font le contrôle à la base sont des personnes jeunes et compétentes. Ceci donne à leur contrôle une certaine tonicité.

**R. Ricol :** On parle de concepts différents : contrôle interne, *risk management* et fonctionnement des organes sociaux. Je crois que les contrôles internes ont pour la plupart bien fonctionné. Le cas type de dysfonctionnement est l'affaire Kerviel. L'ensemble des pertes que l'on a sur les produits ne sont pas liées à une défaillance du contrôle interne. C'est un problème de *risk management*. C'est autre chose que de s'interroger si, dans l'appréciation globale des risques, les organes sociaux ont joué leur rôle. En interviewant pour mon rapport au Président de la République, de nombreux membres de conseils, j'ai appris que les membres du *board* d'une très grande banque internationale pensaient qu'on leur donnait les positions de *trading* brut quand il s'agissait de positions de *trading* net. Cette anecdote révèle un problème de fond.

Au sujet de la fraude, je viens de découvrir avec stupeur que ma propre profession demande qu'on ne lui applique pas les déclarations de soupçon sur le blanchiment d'argent au motif que ce n'est pas appliqué aux avocats et qu'il s'agit d'une distorsion de concurrence. Nous sommes entrés dans un monde déraisonnable. La déclaration de soupçon est un impératif moral absolu et non négociable.

- **Question :** Concernant la régulation des risques, comment améliorer la gouvernance afin que les normes deviennent efficaces ?

**R. Ricol :** J'ai dit que ni les normes comptables ni les normes prudentielles ne sont à elles seules procycliques. C'est la combinaison des deux qui induit la procyclicité et c'est pour cette raison qu'il vaut mieux soumettre le normalisateur comptable au contrôle des régulateurs, qu'ils soient de marché, de banque ou d'assurance. Le chef doit être celui qui est en charge de la régulation et ensuite seulement celui en charge de la normalisation. Aux Etats-Unis, le normalisateur comptable est sous contrôle du régulateur boursier.

**M. Prada :** Il se trouve que j'ai été très impliqué dans l'IOSCO (International Organization of Securities Commissions) qui est l'organisation mondiale des régulateurs dans le processus de construction d'un système de normalisation comptable mondiale. En 1995, contre la domination des normes comptables américaines, nous avons milité pour l'élaboration de normes comptables internationales. Nous avons reconnu à l'époque les standards de l'IASC (International Accounting Standards Committee) ce qui a donné un élan à la construction de l'organisme international de régulation qui est devenu l'IASB (International Accounting Standards Board) et qui a produit les IFRS (International Financial Reporting Standards). A sa création, nous avons accepté le modèle des anglo-saxons c'est-à-dire celui d'une fondation, comportant des « *trustes* », en quelque sorte autoproclamés par un mécanisme assez subtil de relations de conseils, mais sans ancrage institutionnel. Ces *trustes* nomment les membres du *board* qui élaborent les standards. Cela aboutit à un organisme qui n'a aucun lien avec un dispositif politique ou institutionnel.

Le problème aujourd'hui est d'essayer de donner à cet organisme une légitimité institutionnelle dans le corpus global de la régulation mondiale, c'est-à-dire d'avoir un organisme par lequel le choix des hommes, le contrôle des *process* et le *founding* soit dans la main d'institutions légitimes. C'est le débat actuel entre l'Europe et les Etats-Unis.

- Question : Au sujet du G20, il a été dit que les monnaies ne seraient pas un objet de débat. Or, les chinois viennent de faire des propositions pour une nouvelle monnaie internationale à la place du dollar. Je voudrais avoir votre réflexion sur l'insertion de cette

question au G20. Par ailleurs, concernant la régulation, l'idée d'un « jardin à la française » que l'on pourrait caractériser par l'idée d'une « organisation mondiale de la finance » sur le modèle de l'OMC est battue en brèche, quel est votre avis sur cet abandon ?

**M. Aglietta :** Il n'est pas étonnant que la Chine défende cette position. Elle a besoin de diversifier ses actifs et elle ne trouve pas les moyens de le faire : elle a 2000 milliards de réserves dont les deux tiers en dollar. Elle n'a pas la possibilité de les diversifier sans pertes importantes sur d'autres devises. Elle a donc un problème de conservation de la valeur réelle de sa richesse. Un actif de réserve, créé sous la forme d'un panier de monnaies, en devenant l'actif de réserve principal au niveau international, permettrait de résoudre assez largement le problème de la valeur dans le temps des réserves de change chinoises.

Au-delà, c'est la question de l'organisation du système monétaire international qui est posée. Il est vrai que la crise a rétabli un lien entre le dollar et le yuan du fait de l'éclatement de l'ensemble des devises asiatiques et de l'absence en Asie d'équivalent au système monétaire européen mis en place dans les années 70 afin de lutter contre les fluctuations du dollar.

La bonne chose à faire est d'aller vers un arrangement régional en Asie puis de poser le problème à l'échelle internationale. Avec de grands pôles régionaux aux monnaies coordonnées (euro, dollar et yuan), on entrerait alors dans un système polycentrique. Un tel système a la caractéristique, comme les oligopoles, d'être instable s'il est laissé au marché et doit donc être gouverné. On va ainsi probablement aller vers des systèmes dans lesquels les accrochages au dollar vont se réduire et où le danger d'une instabilité des changes sera accrue. On retrouve alors l'idée keynésienne, élaborée comme plan alternatif à Bretton Woods, d'une monnaie hiérarchiquement supérieure aux monnaies nationales. Elle s'inspire des systèmes monétaires nationaux où les banques commerciales ne peuvent pas créer de monnaie banque centrale (monnaie de premier rang) mais doivent l'utiliser pour régler leurs dettes. Il faut donc introduire ce concept hiérarchique au niveau mondial pour avoir un système

réellement polycentrique, alors que l'on a jusqu'à présent toujours fonctionné sur la base de l'hégémonie d'une devise clé. Il s'agit de monter d'un niveau avec une monnaie émise par une institution qui n'est à la tête d'aucun pays, en l'espèce le FMI. Le problème crucial est que le FMI serait transformé en embryon de banque centrale mondiale. Il s'agirait d'une révolution copernicienne dans le monde de la monnaie.

**M. Prada :** Sur la régulation, je crois que l'idée d'un gouvernement financier mondial est aujourd'hui utopique. Elle l'est déjà au niveau européen, puisqu'il est hors de question de construire un régulateur au niveau central, voire même au niveau national dans un certain nombre de pays. Il ne faut pas trop se focaliser sur cette hypothèse de travail mais plutôt travailler sur la consolidation et l'amélioration de l'embryon d'architecture financière mondiale construite ces dernières années. Mis à part les aspects macromonétaires venant d'être évoqués, il s'agit de la supervision bancaire, des marchés et des entreprises d'assurance. Je crois qu'il faut donner une légitimité et un soutien opérationnel et politique beaucoup plus fort aux trois organisations fondamentales que sont le comité de Bâle (probablement élargi), l'IOSCO pour les marchés, et l'IAS pour les assureurs. Ce sont aujourd'hui des clubs essayant de s'organiser et de promouvoir des standards, une coopération entre leurs membres et un début d'autodiscipline. Si les gouvernements en convenaient - et nous n'en sommes pas très loin - on pourrait leur donner une reconnaissance, des moyens, une légitimité et peut-être des pouvoirs qui leur permettent d'aller plus loin dans la mise en œuvre de ces standards, principes et dispositifs de coopération. Ils font déjà beaucoup de choses par eux-mêmes. J'ai connu l'IOSCO en 1995 à une époque où ses objectifs et ses principes n'étaient pas encore définis. Nous avons désormais des objectifs, des principes, un MOU (Memorandum of Understanding), par lequel les membres s'engagent à coopérer, et une série de standards développés au fil du temps. Malheureusement, un certain nombre de membres ne les appliquent pas. Il faut arriver à mettre en œuvre cette architecture qui pourrait être coordonnée ou impulsée par le Forum de stabilité financière. Ce dernier est à la fois un secrétariat de très haut niveau du G7

(et demain du G20) et un coordinateur de ces organismes de standardisation qui acceptent d'ailleurs bien cette fonction d'impulsion, de coordination et de *monitoring*. Pour que cette structure prenne plus de corps, il faut et il suffit que les gouvernants le veuillent.

**R. Ricol :** La position de la Chine n'est pas nouvelle. La question est celle de la relation entre les monnaies. Le danger est de rentrer dans ce que l'on appelait autrefois le « serpent monétaire » où les pays sont coincés dans des ratios intenable. L'idée d'opérer d'abord une stabilisation des régions entre elles est la voie raisonnable. Sur le second point, je trouve que le Forum de stabilité financière est un lieu formidable qu'il faut élargir, car on ne pourra pas lui donner un rôle plus important si le Brésil, l'Inde et la Chine ne sont pas membres de ce forum. Il faut dans le même temps mettre en place en son sein des processus de décision plus efficaces.

- M. Aglietta, vous évoquiez le terme de régulation, que recouvre concrètement ce terme ? Si demain on vous donnait les manettes, que feriez-vous ?

M. Aglietta : Nous avons connu une forte période de dérégulation depuis la fin des années 70 où les systèmes financiers étaient encore segmentés entre Etats. S'en est suivi un processus de libéralisation et de dérégulation pour accroître l'interdépendance des marchés et accentuer la diversification et la diffusion des risques. L'idée était que les marchés pouvaient s'autoréguler. Ce que la crise a montré, c'est qu'il n'en était pas ainsi. Le marché du crédit ne fonctionne pas comme un marché ordinaire. Or, quand les marchés ne fonctionnent pas selon la loi de l'offre et de la demande, permettant d'atteindre des prix d'équilibre par la seule rationalité du comportement des agents privés, il y a des échecs de marché, des dysfonctionnements et des distorsions.

Pour que les marchés fonctionnent, il faut que les puissances publiques rétablissent un certain nombre de règles. La régulation n'est pas quelque chose qui étouffe les marchés ou les remplace par autre chose, c'est au contraire ce qui va leur permettre de mieux fonctionner compte tenu de leur inefficacité intrinsèque.

- Question : En tant que juriste, ce qui m'a frappé en entendant les interventions, c'est l'appel récurrent à la morale. Nous bâtissons quelque chose de nature à remettre en cause et à manifester notre repentance face à cette fête de la dérégulation. Mais une fois que nous avons constaté la défaillance de la morale, la question qui se pose est de savoir comment les systèmes de régulation peuvent changer de paradigme pour intégrer cette problématique et des préoccupations morales ex ante ?

**M. Prada :** Je voudrais revenir sur la question précédente pour répondre à celle-ci. Je voudrais insister sur le fait que le terme de régulation est un « faux-ami » et n'a pas le même sens en français et en anglais. Le plus souvent chez les anglo-saxons, le terme est associé à la réglementation c'est-à-dire à l'activité par laquelle la puissance publique définit de manière autonome des règles sanctionnées et s'inscrivant dans le droit. Cette acception explique leur réticence à développer la régulation car elle entraîne, à leurs yeux, un blocage de l'innovation et une limitation des relations entre les acteurs de marché. Dans notre conception de la régulation, le concept est infiniment plus large. Il comprend la réglementation mais aussi tous les dispositifs par lesquels on fait fonctionner un système complexe qui ne s'autorégule pas. Cela va de la réglementation à des règles de conduite ou d'information etc.

Cela intègre notamment des éléments comportementaux de nature à répondre à la question morale. Je ne sais pas si vous avez lu le livre très clair d'André Comte-Sponville sur le capitalisme : « *Le capitalisme est-il moral ?* » Effectivement, la technique en soi n'est pas morale. Quand on parle d'un ratio de liquidités ou de fonds propres, nous ne sommes pas sur des sujets moraux mais néanmoins, la problématique morale est présente dans un certain nombre de situations qui sont à la limite de la réglementation. Par exemple, dans les asymétries du marché, il y a des asymétries d'information, des relations fort-faible et des conflits d'intérêts, autant de questions morales. Mais lorsque l'on parle d'exploiter intelligemment un fonds de commerce, parle-t-on de morale ? Pour exploiter un fonds de commerce, il faut travailler sous différents

angles et risquer de se trouver face à un conflit d'intérêts. Ce conflit doit-il être géré par le biais d'interdictions ou par le comportement des acteurs ? La régulation aide à poser le problème ; dans certains cas, elle aide à poser la règle (par exemple, la problématique du contrôle et du conseil, incompatibles en France mais mêlés aux Etats-Unis jusqu'à l'affaire Enron). La morale est en permanence en lien avec la régulation.

**R. Ricol :** Dans la sphère bancaire, le système de rémunération est dangereux parce que d'importantes sommes sont versées à la clôture des bilans avant que les opérations ne soient dénouées. Si le régulateur veut intervenir, il exigera alors d'augmenter les capitaux propres. Si on veut avancer et intégrer la morale, on peut le faire en augmentant les exigences. Si l'on avait autorisé les banques - notamment les banques d'investissement - à verser ce qu'elles voulaient mais avec des exigences de fonds propres renforcées, on serait parvenu à préserver le système. Le grand reproche que l'on peut faire à la régulation par le passé, c'est cette tendance à être beaucoup plus lâche dans les périodes euphoriques et plus sévère dans les périodes de déprime. C'est tout l'inverse qu'il faut faire.

- Question : Quel est votre avis sur le rôle que peut jouer l'Etat dans la régulation du système ? Est-ce normal que l'Etat légifère ? Pourquoi l'intervention des pouvoirs publics en matière de rémunération des dirigeants d'entreprise pose-t-elle problème ?

**M. Prada :** Sur les rémunérations, la question est difficile. On dit que l'Etat est légitime à mettre des limites dès lors qu'il est intervenu pour financer l'entreprise et la sortir de ses difficultés. Son critère d'intervention ne le conduit généralement pas à intervenir sur les rémunérations. L'intervention de la puissance publique est fondée lorsque le système comporte intrinsèquement des éléments de déséquilibre, afin de rétablir une forme d'équilibre. C'est vrai dans tous les domaines d'intervention. En matière de concurrence, on prévoit des dispositifs pour encadrer les mécanismes de marché qui tendent à la concentration et au monopole. De même, sur les marchés financiers, les asymétries d'information doivent être traitées afin de rendre disponible l'information et rétablir

l'efficacité des marchés. Sur la relation fort-faible, le fort a plutôt tendance à abuser du faible. On rétablit donc l'équilibre. Il s'agit finalement d'identifier des déséquilibres et d'intervenir si le marché ne les corrige pas.

S'il y a des extrémistes de la théorie ultra-libérale qui affirment que le marché corrige tous les déséquilibres, ils sont probablement minoritaires. L'expérience vécue des deux derniers siècles de capitalisme montrent que la régulation est nécessaire.

- Question : Il y a des « négationnistes » de la crise. Sur la chaîne parlementaire, un inspecteur général des finances très médiatique, très connu et très sceptique essayait de démontrer par un raisonnement en trois temps que l'on se faisait beaucoup de souci pour rien. Premier temps : le concept de crise n'existe pas, la société est une succession de déséquilibres, c'est l'équilibre lui-même qui est anormal. Deuxième temps : l'ensemble de la titrisation et des produits financiers dérivés ont substantiellement enrichi l'économie mondiale. Dernier temps, s'il faut trois ans ou quatre temps pour sortir de cette affaire, on perdra beaucoup moins d'argent que celui qu'on a gagné. Globalement, à l'arrivée, tout cela est très positif. Comment contrer ce genre de raisonnement ?

**R. Ricol :** Ce genre de raisonnement ne correspond pas à la réalité des chiffres. Le nombre de chômeurs dans le monde entier va nous renvoyer loin en arrière. Dans les pays développés la croissance se fait sur l'endettement des ménages depuis trente ans. Ce fait renverse tous les autres raisonnements.

- Question : Quel est votre avis sur le Plan Geithner ?

**M. Aglietta :** Ce plan a été très controversé dès le début et pour plusieurs raisons. D'abord, sur le plan moral, ce partenariat public-privé va permettre aux investisseurs de racheter les

titres toxiques, sans aucun risque puisque l'Etat supportera les pertes. Mais le point le plus crucial est que l'on n'a pas forcé les banques à sortir les créances douteuses. Si elles ne le font pas, les asymétries d'information risquent de générer une situation de marché appelée *Lemon market*, dont George Akerlof a montré les dangers. Pour les échanges privés, sans certification, on a toujours la suspicion qu'au prix donné, le vendeur va nous vendre un produit qui ne correspond pas au prix de vente. La méfiance de l'ensemble des acheteurs empêche le marché de fonctionner.

Ce danger existera tant que les banques ne seront pas contraintes de sortir les créances douteuses, ce qui n'a été fait au Japon qu'au bout de 10 ans. Le danger est que ce processus n'ait pas la dimension nécessaire pour permettre aux banques de refaire crédit, comme l'a souligné Paul Krugman.