

Conférences du Conseil d'Etat

1^{re} conférence du cycle: Régulation de crise, régulation en crise?

Crise financière: diagnostic et défaillances du système de régulation

Au cours de la première conférence du cycle organisé par le Conseil d'Etat et le Centre de recherches sur le droit public de l'Université de Paris Ouest – Nanterre La Défense, les organisateurs avaient convié le professeur Michel Aglietta (Université Paris Ouest Nanterre la Défense), M. Michel Prada, ancien Président de l'Autorité des marchés financiers, M. René Ricol, Médiateur du crédit et M. Pierre François Racine, Président de la section des Finances du Conseil d'Etat, modérateur de cette conférence, à débattre des incidences des défaillances des régulations dans la surveillance de la crise économique et financière actuelle. Le texte qui suit constitue une synthèse de ces débats.

I - Aux sources de la crise, une crise du marché du crédit rendant nécessaire l'intervention publique

La crise actuelle prend ses racines dans un endettement massif des entreprises, des ménages et des Etats, commencé il y a une trentaine d'années et dû à une triple déconnexion:

- Déconnexion entre la rentabilité financière et le rendement économique du capital d'abord: les exigences de rendement élevé sur fonds propres ont encouragé les entreprises à réduire ces fonds propres et à augmenter corrélativement leur endettement, en utilisant de techniques telles que le LBO (leverage buy out) ou le rachat d'actions.
- Déconnexion entre les salaires réels et la productivité du travail ensuite: l'objectif de rendement maximum du capital a induit une pression à la baisse sur les salaires. Afin que la consommation des ménages continue de croître et soutienne ainsi une croissance forte, il s'est avéré nécessaire de dissocier la consommation des revenus. L'endettement des ménages a donc été encouragé.
- Déconnexion entre la fiscalité sur le capital et les dépenses publiques enfin: la baisse tendancielle de la fiscalité sur le capital afin d'obtenir le maximum de rendement sur fonds propres a engendré une diminution des recettes de l'Etat. Dans certains pays, cela s'est traduit par une dégradation de la production de biens publics. Dans d'autres, l'endettement de l'Etat s'est creusé.

Cet excès d'endettement a été rendu possible par le laxisme des institutions bancaires et par la création de nouveaux instruments

financiers dérivés, ainsi que par la titrisation des crédits hypothécaires. Ces instruments ont provoqué une dilution du risque car les crédits n'ont plus été accordés en fonction d'une évaluation des revenus des débiteurs, mais en fonction de l'anticipation de la hausse des prix d'actifs. Cette situation a permis aux banques de prêter davantage, conduisant ainsi à leur endettement excessif.

Ainsi, tout le dispositif ne pouvait continuer de fonctionner qu'à la condition que le marché de l'immobilier poursuive sa croissance. Le retournement de ce marché a déclenché une crise systémique, qui ne prendra fin qu'à l'issue du processus de désendettement.

Cette crise systémique se caractérise par le fait que les réponses rationnelles des acteurs privés cherchant à se protéger des effets de la crise conduisent à aggraver la situation de tous. Alors que chacun adopte un comportement 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 ainsi de la rationalité individuelle.

Dans une telle situation, l'intervention des puissances publiques pour relancer l'économie apparaît légitime et impérative. Cette intervention doit permettre de réamorcer l'offre de crédits, en permettant de sortir les créances douteuses du bilan des banques et en procédant à leur recapitalisation. D'autre part, les agents privés cherchant en priorité à se désendetter, la relance de la consommation et donc la demande de crédit impose des dépenses publiques massives.

II - Les défaillances de la régulation du marché du crédit

La principale lacune des outils de régulation publique s'est révélée par l'incapacité de contrôler les outils d'externalisation des risques évoqués précédemment.

En l'absence d'une véritable régulation du marché du crédit, les produits structurés se sont accumulés et les institutions bancaires ont pu poursuivre dans cette voie en dehors de tout contrôle.

On notera à cet égard que les régulateurs, ayant pour missions principales la protec-

tion de l'épargne et la préservation du bon fonctionnement des marchés réglementés, ont fait le choix de laisser une entière liberté sur ce terrain aux institutions financières. Celles-ci, par un lobbying puissant, se sont d'ailleurs farouchement opposées à ce que les régulateurs interviennent sur le terrain de l'externalisation du risque et de l'innovation financière. Non seulement ces régulateurs n'ont pas su résister à la pression, mais parfois, ils ont même relayé l'opposition des grandes institutions financières, convaincus de la validité de ce nouveau paradigme et de la capacité de ces dernières à gérer les problématiques du nouveau système.

C'est donc à la fois l'indépendance technique mais aussi l'indépendance intellectuelle des régulateurs qui a été prise en défaut.

III - Les carences de la régulation financière internationale

Il faut souligner que l'idée d'un gouvernement financier mondial apparaît aujourd'hui utopique, cela d'autant plus que même à l'échelon européen une telle institution est déjà très difficile à envisager.

C'est pourquoi, dans une perspective plus réaliste, la consolidation et l'amélioration de l'embryon d'architecture financière mondiale construite ces dernières années apparaît comme une priorité. Les trois organisations fondamentales que sont le Comité de Bâle, l'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) et l'*International Accounting Standards Board* (IASB) doivent bénéficier à l'avenir de plus de légitimité et recevoir des moyens et des pouvoirs supplémentaires. Elles seront ainsi en mesure de conforter la mise en œuvre des standards et principes qu'elles élaborent.

Il conviendra également de conforter les missions du Forum de stabilité financière (FSF) créé en 1998 à la suite des crises asiatique et russe et dont la mission était de réconcilier les différentes approches macroprudentielles ainsi que de lier le macroprudentiel et le macrofinancier. En effet, on a pu constater à l'occasion du déclenchement de la crise que le Forum avait échoué à faire la macroanalyse nécessaire pour alerter sur les risques de crise.

Actualité générale

De manière plus ambitieuse, il serait également possible de s'interroger sur la nécessité d'une régulation monétaire mondiale en s'appuyant par exemple sur le plan alternatif à Bretton Woods qui avait été en son temps proposé par Keynes. L'architecture monétaire et financière mondiale reposerait alors sur une banque centrale, le Fonds monétaire international par exemple, qui émettrait une monnaie hiérarchiquement supérieure aux monnaies nationales.

IV - Une régulation qui a perdu de vue des impératifs moraux

Placés sous l'influence des doctrines libérales, les régulateurs ont en outre été incapables d'identifier et de sanctionner des comportements immoraux contre lesquels l'opinion publique s'est soulevée car ces comportements étaient le produit du marché (rémunération des dirigeants d'entreprises, arbitrage du profit contre l'emploi...).

Pourtant, régulation et morale sont étroitement liées et de nombreuses règles ou bonnes pratiques traitent une question morale tout en assurant le bon fonctionnement du marché. Il en va ainsi par exemple des réglementations qui imposent l'incompatibilité des activités de contrôle et de

conseil en France ou aux Etats-Unis de l'affaire ENRON. Il en va de même pour celles qui visent à lutter contre les asymétries d'informations et les conflits d'intérêts.

Plus généralement la régulation doit également impérativement se saisir de la question morale car le manque d'éthique de certains comportements discrédite l'ensemble des acteurs économiques et financiers.

Conclusion: La « relégitimation » de la régulation publique des marchés

La crise a permis de mettre en évidence que le rôle de la puissance publique était essentiel quand les marchés ne fonctionnent plus selon la loi traditionnelle de l'offre et de la demande. En effet, dès lors que les prix d'équilibre ne sont plus atteints par la seule rationalité du comportement des agents privés, apparaissent des « échecs de marchés », des dysfonctionnements et des distorsions que seule la puissance publique peut résorber.

Ce phénomène justifie le recours à la régulation publique, définie comme l'ensemble des réglementations et dispositifs par lesquels on fait fonctionner un système

complexe qui ne s'autorégule plus (règles de conduite, d'information...).

La régulation publique ne peut donc plus être perçue comme une volonté de remise en cause du marché mais au contraire comme une des conditions nécessaires pour permettre d'assurer son efficacité.

De toute évidence, cette « relégitimation » de la régulation publique remet en cause les principes posés par les doctrines libérales dominantes fondées sur la croyance en la capacité autorégulatrice du marché et l'éviction corrélative de l'intervention de l'Etat.

Pour autant, cette « relégitimation » de la régulation publique ne pourra être accomplie qu'à la condition que celle-ci soit rénovée car, comme on l'a vu, sa faiblesse et ses défaillances ont été à la source de la crise.

C'est dans cette perspective que les prochaines conférences de ce cycle seront consacrées aux conditions économiques et juridiques d'une nouvelle régulation financière.

Philippe Azouaou

Centre de recherches sur le droit public
Université de Paris-Ouest Nanterre
La Défense

Echos et nouvelles

La Création et Internet ou loi Hadopi

Paris, 30 juin 2009

Lieu: Maison du Barreau, salle Monnerville

Organisation: ADIJ

Renseignements: C. Féral-Schuhl, fax 01 70 71 22 22, coordination-adj@feral-avocats.com

Université d'Eté du droit continental

Paris, 6 au 25 juillet 2009

Lieu: Sorbonne

Organisation: Fondation pour le droit continental

Renseignements: tél. 01 44 86 14 12, fax 01 44 77 25 86, sg@fondation-droitcontinental.org, www.fondation-droitcontinental.org

Deuxième édition du Prix de l'Institut du droit des affaires internationales d'ICC

Pour cette nouvelle édition du Prix de l'Institut, les candidats ont jusqu'au 1^{er} juillet 2009 pour remettre leurs manuscrits. Le Prix (10 000 €) sera remis

au lauréat le 7 décembre 2009 à Paris à l'occasion de la Réunion annuelle de l'Institut, au cours de laquelle nous célébrerons également son 30^e anniversaire

Organisation: ICC Events

Renseignements: www.iccinstituteprize.org, iccprize@iccwbo.org

DU Contentieux international des affaires

Université Paris 12 Val-de-Marne

Direction scientifique: M.-E. Ancel et E. Gaillard

Validé pour la formation continue des avocats et des magistrats. Ouvert aux étudiants titulaires d'un M1

Candidatures avant le 1^{er} septembre 2009

Renseignements: www.contentieux-international.net

Master 2 Juriste d'affaires internationales

Université de Bourgogne - Faculté de droit et science politique de Dijon

Responsables: L. Ravillon (mention

Professionnelle); E. Loquin (mention Recherche). Les dossiers de candidature peuvent être téléchargés sur www.u-bourgogne.fr, ou demandés au secrétariat

Renseignements: tél. 03 80 39 53 85

Dixième édition du Concours international d'arbitrage de Montpellier (CIAM)

La dixième édition du CIAM, concours francophone, s'est terminée vendredi 15 mai 2009, après que les équipes d'étudiants ont travaillé pendant plus de quatre mois sur un sujet de droit des contrats. A l'issue de la semaine de plaidoiries, l'équipe du master 2 Commerce international et Arbitrage de l'Université Versailles-Saint-Quentin (F. Albrecht, R. Irrena de la Cruz et J. Kreidi) a remporté le concours

Renseignements: www.ciam-montpellier.fr

Contact à la rédaction:

Françoise ARRIAGADA - Recueil Dalloz
31-35, rue Froidevaux, 75685 Paris Cedex 14,
tél. 01 40 64 53 63, fax 01 40 64 54 66,
f.arriagada@dalloz.fr