

PRESAJE - FIDES

Après la crise : du discrédit au crédit ?

Mercredi 14 octobre 2009



Université Paris Ouest Nanterre - Bâtiment G, amphi B

(Les débats sont ouverts à 17 heures 15.)

M. Pierre ROUILLARD.- Vice président de cette université, je suis chargé de vous présenter les excuses de Mme MADEUF, présidente de l'université, qui a elle-même une journée extrêmement lourde dans le département des Hauts-de-Seine aujourd'hui.

Je vous présente ses excuses, elle ne pourra être parmi vous, mais elle m'a demandé d'ouvrir cette séance, ce que je fais volontiers, à la demande de mes collègues économistes et juristes et je le fais d'autant plus volontiers que les sujets des tables rondes de ce jour sont des sujets du moment. Il est, je crois, toujours important que l'université soit présente – et je sais qu'elle l'est avec vous – dans les débats du jour.

Avant de laisser la parole à Eric BROUSSEAU, je voudrais souligner deux aspects. Les équipes que vous constituez sont à l'intersection de deux grands domaines : le droit et l'économie. C'est une chose que vous vivez, mais cette interconnexion entre deux disciplines, entre plusieurs disciplines est probablement le trait majeur de l'université de Nanterre Paris Ouest Nanterre la Défense.

Les écoles doctorales, les unités de recherche sont pour la plupart des unités interdisciplinaires. Cet aspect est une des marques qui caractérise notre université. Avec les équipes ici présentes, vous en avez une expression supplémentaire.

Dans le même temps – même si je suis archéologue, je suis de très près l'actualité –, votre débat se situe quelques jours ou deux jours après l'attribution de deux prix Nobel qui, pour la plupart, vous sont familiers puisque vous les avez reçus ici. Il est intéressant de relever que les prix Nobel qui ont été choisis par le comité suédois travaillent eux aussi aux confluences de plusieurs disciplines : les sciences politiques, le droit, la gestion. Ce n'est pas à moi de présenter les travaux de vos deux collègues, mais il y a une symbiose, une adéquation entre votre entreprise et l'entreprise saluée par le Comité Nobel.

Sur ces mots, je vous salue. Je serai très incorrect parce que je ne pourrai pas rester jusqu'au bout, car je dois préparer mes cours de demain ; c'est d'une vulgarité confondante. J'assisterai à la première table ronde. Je sais que le débat se terminera fort bien et de manière sympathique.

Bon courage et succès !

(Applaudissements.)

M. Eric BROUSSEAU.- Merci beaucoup, Pierre. Au nom de FIDES, une des deux organisations coorganisatrices de cette manifestation, je tiens d'abord à accueillir et à saluer les acteurs de la vie économique et sociale qui sont présents aujourd'hui à la fois dans l'assemblée et à travers l'association PRESAGE.

Quelques mots de FIDES, puisque ce colloque est en quelque sorte un colloque de lancement de cette initiative de l'université de Nanterre, où une coopération entre juristes et économistes s'est établie maintenant de longue date, elle est plus particulièrement active depuis quatre ans, où des initiatives importantes en matière d'enseignement, un master de droit et d'économie unique en France est ici.

Il y a des séminaires et des travaux conjoints de recherche, avec notamment l'initiative Attractivité économique du droit qui s'est installée à Nanterre il y a quatre ans, mais aussi des séminaires organisés par les deux écoles doctorales.

Nanterre se caractérise aussi par une expertise importante qui se traduit par les interventions dans la vie des affaires et dans le débat public.

Il y a de nombreux acquis à Nanterre en matière de coopération entre juristes et économistes et de réflexion entre droit et économie, avec des points marquants, par exemple en droit et en économie du travail ou en économie et réglementation de la concurrence, en réglementation des marchés financiers... Je ne vais pas faire la longue liste des compétences de Nanterre en la matière.

Des réseaux internationaux ont aussi été développés de longue date. Pierre ROUILLARD a mentionné avec raison que les deux derniers prix Nobel d'économie attribués il y a quelques jours sont d'une certaine manière une reconnaissance, non pas de ce qui se fait à Nanterre mais de ce qui a été fait par les deux lauréats du prix Nobel, mais il y a depuis longtemps à Nanterre des travaux sur les questions de gouvernance. Les collègues qui ont été salués par le jury Nobel avaient été reçus dans différentes séances de travail à Nanterre.

Nous sommes particulièrement heureux que ces collègues, qui représentent un travail aux confluent du droit, de l'économie, des sciences politiques, ce qui est tout à fait derrière le projet FIDES, soient salués par le jury Nobel.

On a aussi, effectivement, énormément d'expertises académiques, professionnelles, politiques au sein de cette université.

Derrière cette initiative de FIDES, c'est essayer de dépasser ces initiatives qui sont pour l'instant et pendant très longtemps restées dispersées pour les renforcer et mieux les structurer à travers la constitution de ce forum, qui se veut un lieu de rencontre comme son nom l'indique, un lieu où différentes disciplines, mais aussi différents milieux, des académiques divers et variés, mais les milieux professionnels, les milieux politiques, d'une manière plus générale les forces vives de la société puissent se rencontrer pour réfléchir au cadre réglementaire de nos économies, de nos sociétés.

C'est un projet en construction, d'où ce qu'est FIDES aujourd'hui, c'est-à-dire une association de préfiguration qui a vocation à accueillir des membres, soit des individus, soit des organisations, de manière à structurer une fondation qui prendra rapidement forme sous l'impulsion de la présidence de l'université, mais aussi du CNRS et des pouvoirs publics départementaux et régionaux.

Le colloque a été organisé conjointement par Bruno DEFFAINS, professeur d'économie et membre du comité de pilotage de FIDES et par Xavier LAGARDE qui est le président adjoint, si je puis dire, de FIDES et le secrétaire général de FIDES, et bien sûr par nos collègues de PRESAGE.

Il illustre ce que l'on cherche à faire : une nouvelle étape dans l'évolution de ces coopérations entre juristes et économistes à Nanterre où, précisément, de manière plus affirmée qu'auparavant, les académiques, de manière structurée, s'associent avec des représentants de la vie économique et sociale, de la vie politique pour que les réflexions qui se développent dans le monde académique soient enrichies par l'expérience et que les décideurs aient en retour une connaissance de l'évolution des travaux du monde académique et que l'on aille plus loin grâce à cela.

Ce colloque est une première initiative. Il y en aura bien d'autres. Je laisse tout de suite la parole à Michel ROUGER qui l'introduit.

M. Michel ROUGER.- Cette introduction est la continuation du propos de M. BROUSSEAU, à savoir que nous souhaitons, par l'intermédiaire de Xavier LAGARDE qui est au conseil de notre association, faire un bout de chemin ensemble avec l'université de Nanterre.

L'objet de PRESAJE (Prospective, Recherche et Etudes Sociétales Appliquées à la Justice et à l'Economie) montre à quel point nous travaillons sur les mêmes sujets et combien et comment il est judicieux que nous nous retrouvions ici ce soir pour une soirée que je vous souhaite la plus intéressante possible, en vous priant *a priori* d'excuser mon départ après la première table ronde, mais le vice-président Albert MERLIN et la secrétaire générale Marie ROUGER-PERRIER sont là.

J'ai une obligation formelle au tribunal de commerce, dont vous savez que j'ai été le président il y a maintenant quelques années.

Xavier, je vous laisse à votre tour faire une autre introduction.

M. Xavier LAGARDE.- Rassurez-vous, je vais éviter d'ajouter trop d'introduction aux introductions qui ont déjà eu lieu, et de sacrifier le fond à la forme et de multiplier les remerciements.

Vous avez tous reçu un programme. Vous pouvez voir qui intervient dans ce colloque et qui, sans intervenir, a contribué à sa tenue et je suis sûr à sa réussite ; nous le saurons tout à l'heure. Qu'ils soient tous – je le fais collectivement pour que nous gagnions du temps sur la forme – bien vivement remerciés.

On a parlé de FIDES et de PRESAJE. Un mot sur les liens entre les deux et un mot de portée générale.

La période de crise a au moins souligné l'évident besoin de réflexion. On peut penser que le mal français n'est certainement pas dans l'insuffisance de réflexion, mais dans l'insuffisance de lien entre les lieux de réflexion et les lieux d'action et, pour dire les choses simplement, ce soir, entre l'université et l'entreprise. Je pense que ce type de manifestation peut contribuer à créer des liens et en tout cas à renforcer ceux qui existent déjà.

Rapidement, pour introduire le colloque sur le fond, vous connaissez tous la toile de fond de ce colloque : c'est cette crise et, comme l'avaient anticipé les organisateurs du colloque, la sortie possible de crise, même si elle est timide.

Cette sortie de crise n'est d'ailleurs pas nécessairement pour nous forcément une excellente nouvelle dans la mesure où l'on peut imaginer que si les choses vont mieux on ne fera rien pour les changer et qu'au fond cette sortie de crise marquerait le deuil de la réforme et des réformes nécessaires.

Je crois qu'il faut nuancer l'inquiétude. Nous avons il y a quelque temps eu une déclaration des chefs d'Etat du G20 avec un certain nombre de propositions de réformes. Si l'on peut juger ces réformes insuffisantes, il y a là des avancées tout à fait réelles.

La question qui nous a inspirés pour construire ce colloque, le concevoir, est : faisons-nous, sur cette crise, le bon diagnostic et envisageons-nous les bons remèdes ?

Le diagnostic que nous avons fait en concevant le colloque – ce n'est pas un « nous » de majesté, mais le « nous » des organisateurs –, est moins ce que l'on a appelé une exubérance irrationnelle des marchés (nous pensons que les acteurs des marchés financiers

sont plutôt assez rationnels), mais c'est plutôt une crise d'hyper rationalité. Au fond, l'acte clé en matière de finance est l'acte d'investissement qui consiste à faire une dépense dans un contrat, une activité, une opération, un objet diraient les juristes, avec l'espoir que cet investissement procure un retour sur investissement et avec évidemment la conscience que cet investissement peut être perdu.

On peut bien évidemment comprendre, lorsque l'on a inventé les produits financiers qui permettaient d'investir peu, voire pas du tout, et que ces mêmes produits financiers permettaient des gains tout à fait considérables tout en se débarrassant des risques, que les acteurs du marché financier se soient précipités sur ces produits.

Nous savons que ceci ne peut fonctionner que s'il y a une inflation des actifs initialement dans lesquels des investissements ont été initialement faits et que cette inflation ne peut évidemment fonctionner que s'il y a une bulle et, comme toutes les bulles, comme celle des enfants, elle finit par éclater.

Il faut évidemment réfléchir à une réforme du système financier et faire en sorte que celui-ci remplisse son office et que l'épargne soit donnée vers les besoins de financement et essentiellement les besoins de financement des entreprises ainsi que ceux des particuliers. C'est très facile à dire. C'est beaucoup plus difficile à faire. C'est la raison de la première table ronde : comment faire pour avoir un système de financement qui remplisse son office ?

Sur les remèdes, je serai très bref, il y a une convergence pour dire qu'il faut plus de régulation. Cette convergence suscite un certain malaise dans la mesure où nous ne manquons pas de régulation. Nous ne cessons de voir les règles s'accumuler les unes sur les autres et nous avons l'impression que la règle est malgré tout toujours derrière le marché et que, dans cette course à une saine gouvernance des marchés financiers, le régulateur fait toujours la course en queue de peloton.

Il faut alors s'interroger sur l'efficacité du régulateur, sur l'efficacité de la régulation. Ce sera essentiellement l'objet de la seconde table ronde. Mais j'ai trop parlé. Je passe sans tarder la parole à Jacques BARRAUX qui introduit la première table ronde.



De gauche à droite : Michel Rouger, Jacques Barraux, Michel Cicurel et Olivier Poupart-Lafarge

Première table ronde : Banquiers, industriels, hommes du chiffre : peuvent-ils s'entendre ?
Le point de vue des acteurs

M. Jacques BARRAUX.- Merci, Xavier. Il y a un an, tout le monde pleurait. C'était la fin du monde. Un an plus tard, la vie recommence-t-elle comme avant ? Ce n'est pas sûr.

Pour en parler, Michel CICUREL, président de la compagnie financière Edmond de Rothschild. Il est un peu « l'accusé » ce soir, mais il est capable de se défendre.

Nous avons centré notre discussion sur une comparaison avec les besoins réels, la vie réelle des entreprises. C'est pourquoi Olivier POUPART-LAFARGE, qui un grand dirigeant du Groupe Bouygues, partira du fonctionnement réel d'une entreprise et sa relation avec le monde des financiers. Cela permettra de rebondir sur les questions posées par Xavier LAGARDE.

En préalable, je pense qu'il est normal que l'accusé situe sa position. Michel CICUREL, votre petit préalable, et vous répondrez ensuite à Olivier POUPART-LAFARGE.

M. Michel CICUREL.- Je vais essayer d'être bref.

M. Jacques BARRAUX.- Une petite introduction. Ensuite, vous rebondissez sur les propos d'Olivier POUPART-LAFARGE.

M. Michel CICUREL.- J'ai entendu un coup de feu tout à l'heure et je me suis demandé si l'on avait tenté de m'éliminer avant le débat, mais en réalité on m'a raté. (*Sourires.*) Je repensais à cette chanson d'un jeune prodige que je paraphrase en disant : « *Dur, dur d'être banquier. Fais pas ci, fais pas ça. Fais comme ci, fais comme ça. Dur, dur d'être banquier* ». C'est très dur.

En réalité, je plaide responsable mais pas coupable.

Je trouve que beaucoup de critiques sont adressées aux banquiers. Cela ne date d'ailleurs pas de la crise ; c'est une vieille histoire. On nous reproche de temps en temps de ne pas prêter assez et de prêter trop. S'agissant des *subprimes*, on nous disait que l'on prêtait trop. Il y a eu, voici dix-huit mois, la crise parce que les banquiers prêtaient trop. Dix-huit mois après, ils ne prêtent pas assez. De temps en temps on ne prend pas assez de risques, en oubliant complètement que les banquiers ne prêtent pas leur argent mais l'argent des déposants, et de temps en temps on nous reproche d'en prendre trop.

On nous reproche d'être trop créatifs, d'aller faire des innovations financières de toute sorte et on nous reproche de temps en temps d'être des temples du conservatisme.

Je ne dis pas que les banques ne méritent pas de critiques, mais je trouve qu'elles sont assez mal ajustées.

Mon propos s'organise autour de trois thèmes, je n'ai pas évité les thèmes dangereux :

- Naturellement en tête les bonus qui intéressent tout le monde,
- Ensuite, j'espère ne pas mordre sur la deuxième table ronde, la régulation,
- Enfin, le rapport entre finance et économie réelle.

1-. Pour planter le décor, je dirais que les bonus sont un sujet politique, mais qui n'a strictement rien à voir avec la crise. C'est complètement hors sujet par rapport à la crise.

On entendait ce matin que l'évaluation des bonus qu'allaient verser les banques de Wall Street cette année était de 140 Md\$, c'est-à-dire plus que le record de 2007. Je trouve que c'est une provocation.

Voir des banques distribuer des bonus de cette dimension lorsque le chômage va vraisemblablement continuer de progresser aux Etats-Unis jusqu'au printemps prochain, qu'un Américain sur six sera au chômage, ce que l'on n'a pas vu depuis 1957, est une provocation.

Je trouve que c'est une provocation, mais je pense que c'est un sujet politique qui aurait dû être traité par les politiques. Je suis un peu déçu qu'Obama n'ose pas affronter Wall Street. Ma conviction est que le problème n'est pas les bonus mais les rémunérations.

M. Jacques BARRAUX.- Les salaires.

M. Michel CICUREL.- Les rémunérations de façon générale, parce qu'il n'y a pas que des salaires. Il y a toute une panoplie de rémunérations.

Je pense depuis très longtemps, quinze ou vingt ans, que la finance est trop rémunérée par rapport à d'autres activités, et pas seulement les patrons de banque. Une secrétaire dans la banque gagne deux à trois fois plus qu'une secrétaire dans l'industrie.

Vis-à-vis d'autres métiers (enseignant, chercheur, médecin, infirmière, etc.), je trouve qu'il y a un problème de contribution à la société et je ne crois pas qu'un secteur puisse durablement gagner beaucoup plus qu'il n'apporte à la société. Je pense qu'il y a un problème, mais le bonus vaut beaucoup plus que la rémunération fixe. Plus c'est variable, mieux c'est pour tout le monde.

Ce que l'on a tellement vomis est probablement ce qu'il y a de mieux, c'est-à-dire les stock-options. Quand on dit qu'il faut adapter les bonus de façon qu'ils intéressent les opérateurs à la performance de la banque dans la durée, cela s'appelle des stock-options. Je m'arrête là. C'est simplement pour provoquer le débat.

M. Jacques BARRAUX.- Nous reprendrons cela dans nos débats.

M. Michel CICUREL.- 2 -. Deuxième sujet : la régulation.

Aujourd'hui, c'est : « *Vive la régulation !* ». Moi, je dis : « *Bof* ». Vraiment, bof.

Ma conviction est que le principal responsable de la crise d'aujourd'hui n'est pas le banquier mais le régulateur. Je pense en particulier que la Réserve fédérale (si les banques ont été consommatrices de drogues, ce que je veux bien admettre, on pourrait entrer dans le fond du sujet) était le *dealer*, à la différence de Jean-Claude TRICHET, qui, je vous le rappelle, a essayé de maîtriser la masse monétaire et se faisait huer par toute l'Europe, notamment par les entreprises.

Quand Jean-Claude TRICHET parlait de la croissance trop forte de M3, on disait que c'était un technocrate, un ancien du Trésor, tout ce que l'on peut imaginer de pire. En réalité, il a essayé de contrôler M3 tant bien que mal, probablement pas assez, et on l'a accusé de le faire trop.

Dans le même temps, Alan GREENSPAN était le dieu de la planète. J'ai rencontré GREENSPAN à Paris six mois après qu'il ait quitté la Réserve fédérale – ce devait être en juin ou juillet 2006 – et je lui ai demandé ce qu'il pensait de l'immobilier.

Il m'a fait cette réponse ahurissante, qui m'a un peu secoué : que le prix de l'immobilier ne pouvait pas baisser parce qu'il n'y a pas de progrès de productivité dans la construction, que les salaires s'alignent sur les secteurs à gain de productivité et sont rapides ailleurs et que la construction est donc inflationniste par nature et les prix ne peuvent donc pas vraiment baisser. Je lui dis : « *Oui, mais le problème est qu'ils baissent. Cela fait déjà six mois qu'ils baissent. Il y a de l'offre et de la demande* ». Il me répond : « *Non, ils ne baisseront pas vraiment* ».

Le patron déifié de la Réserve fédérale a laissé se développer une bulle immobilière très dangereuse sans la regarder parce qu'il pensait que les prix de l'immobilier ne baisseraient pas. Il a adopté une politique laxiste.

Il était normal d'avoir une politique monétaire facilitatrice après le krach de 2001 et après le 11 septembre, mais on l'a fait beaucoup trop longtemps. C'était extrêmement dangereux. Une bulle de crédit s'est développée avec la bienveillance de la Banque centrale, et je me suis toujours demandé si les banquiers centraux, à moins d'être comme Jean-Claude TRICHET amoureux du martyr, étaient vraiment indépendants ou s'ils n'étaient pas finalement dépendants de l'opinion, de leur image et de la position qu'ils auront au moment de leur retraite.

En réalité, je pense qu'il y a eu un problème de régulation. Je pense d'ailleurs que le régulateur boursier est responsable de beaucoup d'autres choses, en particulier de la crise dot.com, parce que l'on a laissé introduire à la bourse américaine des torchons d'entreprises. Le régulateur boursier américain est responsable de MADOFF, qui a été contrôlé, recontrôlé dix fois. Il est très bien de renforcer la régulation, mais la régulation vaut ce que valent les régulateurs. Les régulateurs sont capables d'erreurs humaines, comme tout le monde.

L'erreur humaine est beaucoup plus dévastatrice dans la tour de contrôle que dans la cabine de pilotage. Mieux vaut peut-être laisser les gens régler leurs affaires dans la cabine de pilotage. Nous reviendrons sur tout cela ; je fais un peu de provocation.

♦ Enfin, dernier thème : finance et économie réelle.

Je dois dire ne rien y comprendre, ne jamais avoir compris ce que cela voulait dire et je me suis toujours demandé de quel côté était le directeur financier d'un grand groupe industriel. Fait-il partie de l'économie réelle ou de la finance ? Je n'en sais rien. Beaucoup de gens sont à la frontière.

Je trouve cette distinction incompréhensible et très typique de la France, qui est en réalité la fille de Colbert et la fille aînée de l'Eglise et qui trouve que le commerce de l'argent est obscène. Ce n'est pas tout à fait mon avis, mais je suis Rothschild. (*Sourires.*)

Cette distinction un peu journalistique et pas très économique conduit à des choses plus embêtantes. Celle qui me paraît la plus redoutable aujourd'hui est l'idée qu'il faut rétablir le *Glass-Steagal Act*.

Le *Glass-Steagal Act* a été mis en place, si je me souviens bien, en 1933. Il a été aboli ou en tout cas considéré comme non applicable en 1999 par Bill Clinton. En réalité, le *Glass-Steagal Act* faisait la distinction entre les bonnes banques qui font des dépôts et des crédits aux particuliers et aux entreprises, les vraies banques qui font leur métier – certains

disent que les banquiers doivent être bêtes et pas intelligents –, qui prennent des baux, font des crédits immobiliers, et les banques brillantes, intelligentes avec des polytechniciens qui font des dérivés, des choses très compliquées et qui font même de la spéculation, on les qualifie de méchantes banques.

Cette distinction me paraît redoutable parce qu'elle ne correspond absolument pas à la réalité des grandes entreprises ; je m'en remets à mon ami Olivier POUPART-LAFARGE. Je pense qu'une grande entreprise n'a pas envie d'avoir celui qui lui fait un crédit sur son bilan d'un côté, celui qui lui organise ses émissions obligataires, ses augmentations de capital en actions d'un autre côté, puisque c'est la banque de marché.

Je pense que la grande entreprise, et probablement la moyenne aussi, a envie d'avoir un interlocuteur unique qui gère l'ensemble de son passif, crédit bancaire et opérations de marché en même temps.

Des choses sont exactement à la frontière entre les deux. Cela s'appelle – j'ose à peine prononcer le mot – « titrisation ». Nous n'avons, encore une fois, pas le temps de rentrer dans les détails, mais je pense qu'il serait de la folie d'arrêter la titrisation, et que ce serait de la folie aussi que le régulateur admette que l'on puisse titriser 100 % d'un crédit. Comme pour la Sécurité sociale, s'il n'y a pas le ticket modérateur la dépense devient folle.

On ne peut se passer de la titrisation. Si vous faites de nouveau rentrer tous les crédits dans le bilan des banques alors qu'on leur demande par ailleurs de renforcer leurs fonds propres et leurs contraintes de fonds propres, je peux vous assurer que vous n'aurez pas beaucoup de crédits dans les dix prochaines années.

Il faut continuer de titriser, mais il faut probablement que les banques gardent une part de responsabilité dans la titrisation. Certaines banques américaines ont titrisé à tour de bras et avec une certaine désinvolture, ce qui a produit les sujets que l'on connaît.

Le problème n'est pas banque commerciale / banque d'investissement. Le problème est le compte propre.

Si vous me pardonnez cette expression un peu audacieuse que j'ai trouvée en essayant de mettre sur un bout de papier ce que j'allais vous dire, je crois qu'il faut éviter la banque onaniste qui roule pour son propre compte.

C'est vrai chez tout le monde, c'est vrai dans le Groupe que j'ai l'honneur de diriger, il est beaucoup plus intéressant de travailler pour ses propres fonds que d'être commissionné pour les fonds des autres. On fait beaucoup plus d'argent quand on travaille pour son propre argent. Moi qui suis à la fois responsable d'une holding et d'une banque, il est beaucoup plus passionnant pour nous de travailler pour la holding que pour la banque ; on gagne beaucoup plus d'argent.

Quand une banque commence à rouler pour son compte propre et à s'intéresser plus à elle-même qu'à ses clients, à prendre des risques sur ses fonds propres alors que le régulateur lui impose par ailleurs des règles tatillonnes, sophistiquées et complexes pour préserver ses fonds propres, je me dis qu'il y a probablement un risque, en tout cas il s'est matérialisé. Le sujet n'est pas tellement de séparer les deux sortes de banques, mais de surveiller attentivement ce que les banques font avec leurs fonds propres, d'adopter probablement une surveillance conservatrice des fonds propres plutôt qu'une surveillance tolérante, et les banques redeviendront à ce moment-là au service de leur client plutôt qu'à leur service propre.

Tout cela, je pense, n'a rien à faire avec la refondation du capital unique et est simplement le retour à un certain bon sens qui a peut-être été perdu dans les dix ou quinze années qui viennent de s'écouler. J'ai sans doute été déjà trop long.

(Applaudissements.)

M. Jacques BARRAUX.- Non, c'est votre présentation en invoquant le principe du bon sens. Nous allons maintenant nous mettre à la place de l'industriel qui est un opérateur, une très grande entreprise. C'est pourquoi il est intéressant que vous partiez de l'exemple même qui se passe dans le Groupe Bouygues. La parole est à Olivier POUPART-LAFARGE.

M. Olivier POUPART-LAFARGE.- Avant d'exposer les besoins des industriels et ce que cherchent les industriels dans leurs relations avec leur banque, qui est l'objet même de mon propos, je voudrais d'abord insister sur l'importance de la crise que nous traversons et souligner le fait que c'était à la fois une crise financière et une crise économique, qui a des conséquences sociales considérables.

Je trouve que l'on ne communique pas assez en France sur l'impact social. Cette crise va créer des millions de chômeurs, mon voisin l'a évoqué aux Etats-Unis, mais pas seulement.

Dans de nombreux pays le chômage est moins traité qu'en France. Je pense par exemple aux pays d'Europe de l'Est où c'est véritablement catastrophique. Je pense aussi aux millions d'épargnants qui ont été ruinés par cette crise. Là aussi, dans de nombreux pays, les retraites par capitalisation sont beaucoup plus courantes qu'en France.

Je crois que l'on sous-estime d'une manière générale en France l'impact social formidable de cette crise économique au niveau mondial.

Il y a une responsabilité considérable vis-à-vis de millions de gens, de millions de familles et il ne faut pas en faire un simple sujet académique, économique, théorique, etc. Je crois que l'on touche à des choses très importantes sur le plan humain et je tenais à le dire en avant-propos.

En cas de grande catastrophe, on l'a vu, les propos de mon voisin l'ont révélé une fois de plus, les responsabilités sont réparties et chacun les répartit largement autour de lui.

Pour essayer d'y voir clair et pour vous faire comprendre quel est mon sentiment, je voudrais prendre une image toute simple : celle du chauffard ivre mort qui roule à 200 km/heure sur la route et qui provoque un accident important, un carambolage. On se tourne à ce moment vers tous les responsables possibles de cet accident. On dira que la route, que la signalisation étaient mal faites, que les gendarmes n'ont pas bien surveillé le trafic... On trouvera un tas de gens responsables de l'accident.

Pour moi, il est sûr que les conséquences de l'accident sont d'autant plus graves que l'environnement est très critiquable, mais c'est le chauffard ivre qui roule à 200 km/heure, avant les gendarmes, avant les Ponts et Chaussées, avant tous les intervenants possibles sur un trafic routier, qui est responsable de l'accident, du carambolage et des conséquences dramatiques de cet accident.

Qui, dans notre propos, joue le rôle du chauffard ivre qui roule à 200 km/heure ? Les banques. Je suis désolé de le dire à mon voisin, mais c'est là qu'est la responsabilité la plus grave.

Bien sûr, les conséquences de l'accident dépendront d'un tas de choses. Les possibilités d'existence d'un accident dépendent évidemment aussi du fabricant de la voiture. On peut dire que les automobiles devraient rouler moins vite, être mieux protégées en cas d'accident, etc. On peut tout dire, mais il faut avant tout rappeler qu'il ne faut pas conduire quand on est ivre et qu'il ne faut pas rouler à 200 km/heure sur les routes.

Les banquiers ont donc commis des fautes graves et nous allons en reparler, mais je ne veux pas lancer tout de suite la polémique sur les fautes des banquiers.

On en a évoqué certaines, mais on a oublié de parler de la norme de rendement des fonds propres à 15 %. Je crois que cela n'a pas peu contribué à l'accident que nous connaissons. Il n'est pas normal que des gens pensent qu'ils peuvent durablement avoir 15 % de rendement des fonds propres.

On a un peu parlé des *tradings* pour comptes propres qui sont un vrai scandale puisque l'on met à la fois en péril les fonds propres et l'on est aussi en conflit d'intérêt avec ses propres clients.

Je ne parlerai pas de la titrisation. On a souligné le fait que la titrisation était excessive, en titrisant 100 % des crédits on n'avait plus aucune responsabilité.

Un élément me paraît encore plus grave : en réalité, une grande partie du papier titrisé a été racheté par les banques elles-mêmes. La BRI a déterminé que seulement 20 % de la titrisation étaient placés dans des investisseurs externes et que 80 % étaient rachetés par les banques elles-mêmes. Il s'agissait donc en réalité d'arbitrages réglementaires, c'est-à-dire que les banques faisaient tomber des lignes de crédit aux entreprises dans des instruments financiers qui étaient moins régulés et qui leur permettaient évidemment d'augmenter leurs profits.

Sur la titrisation, beaucoup de choses sont à dire.

Ma conclusion est paradoxalement la même que celle de mon voisin : il ne faut évidemment pas tuer les marchés financiers ni la possibilité de faire du crédit bancaire, notamment la titrisation si elle bien faite, raisonnablement faite, placée auprès d'investisseurs et qu'une partie du risque est conservée par les banques. Il faut de la titrisation, c'est absolument indispensable. Nous allons en reparler.

Je viens au cœur de mon sujet qui est : quels sont les besoins des entreprises. Pour ne pas vous faire le catalogue de tous les services bancaires, de tous les services de marchés financiers utilisés par les entreprises, j'ai finalement pris un cas concret : celui du Groupe Bouygues.

(Présentation PowerPoint : Les entreprises ont besoin des marchés financiers et des crédits bancaires – L'exemple du Groupe Bouygues.)

(Planche : Rappel des caractéristiques du Groupe Bouygues.)

Le premier tableau vous présente les caractéristiques du Groupe Bouygues pour vous situer le décor. Ce Groupe fait 33 Md€ de chiffre d'affaires, 25 Md€ dans la construction, 8 Md€ dans le pôle Telecom-média (Bouygues Telecom et TF1) :

- Le bénéfice net annuel est de 1,5 Md€
- Les investissements annuels sont de 1,8 Md€
- Les capitaux propres de 8,8 Md€

- Les dettes financières de 8,7 Md€
- Et il représente 145 000 personnes, dont environ la moitié en France et l'autre moitié à l'international.

(Planche : Bouygues fait appel aux marchés financiers.)

Le premier tableau vous présente les appels aux marchés financiers, c'est-à-dire les services demandés par le Groupe Bouygues aux marchés financiers.

Avec une capitalisation boursière supérieure à 12 Md€, nous avons évidemment utilisé cette capacité d'accès aux marchés des fonds propres à de nombreuses reprises, notamment la plupart de grandes opérations de croissance externe ont été faites en émettant des fonds propres.

Ce service est évidemment indispensable pour la croissance des entreprises et pour le développement des grands groupes français.

J'ai accessoirement voulu évoquer l'actionnariat salarié. Dans le Groupe Bouygues, 16 % du capital est détenu par les salariés, ce qui représente une somme de près de 2 Md€, un peu plus de 1,9 Md€

Cet outil, très important, a pu être développé grâce à des instruments financiers sophistiqués puisqu'un grand nombre d'opérations réservées aux salariés du Groupe a pu être fait avec des effets de levier et des protections sur leur épargne qui résultaient évidemment d'instruments financiers, de produits dérivés fournis par les banques, qui ont été indispensables pour construire ce patrimoine qui contribue largement à la stabilité du Groupe.

Le deuxième marché est le marché des obligations, dont je ne parlerai pas. Bouygues et ses filiales ont émis pour 8,9 Md€ d'obligations. Evidemment, c'est indispensable. Evidemment, nous continuons à le faire. Aujourd'hui, c'est une chose positive, le marché obligataire, pour les entreprises en tout cas, est bon. Les taux sont raisonnables et le marché largement ouvert. On dit que le marché, la dette d'Etat seront peut-être un peu plus agités dans les années qui viennent.

(Planche : Bouygues fait appel aux banques.)

Le deuxième type de services demandés par Bouygues aux banques ce sont les crédits et les garanties bancaires classiques, représentés dans ce tableau.

L'ensemble des lignes de crédit bancaire pour le Groupe s'élève à 5,4 Md€ Elles financent les investissements d'exploitation et les besoins en fonds de roulement. Tout ceci est absolument indispensable pour la vie quotidienne de l'ensemble du Groupe.

Quant aux garanties bancaires, pour vous donner un ordre de grandeur, l'encours de garantie bancaire de Bouygues Construction, la seule filiale de BTP du Groupe, est de 3,8 Md€ C'est vous dire que c'est absolument essentiel. Si ces garanties bancaires ne pouvaient plus être fournies demain, l'activité cesserait spontanément.

S'agissant du marché monétaire, Bouygues dispose d'un fonds de trésorerie de 3,8 Md€ C'est intéressant parce que l'emploi de ces trésoreries est entièrement en emploi sûr et relativement productif d'intérêts.

Il ne nous est pas venu à l'idée, contrairement à nos amis banquiers, de jouer au casino avec cette trésorerie. Nous n'en avons même pas eu l'idée un instant. C'eut peut-être

été plus rentable, mais je ne sais pas si nos clients auraient apprécié qu'on leur dise un jour : « *L'avance de démarrage que vous avez donnée pour vos travaux a été perdue parce que nous avons perdu la semaine dernière au casino* ». Cela ne nous est pas venu à l'idée. Les placements sont toujours à court terme et toujours dans des instruments extrêmement sûrs.

Le problème – nous y viendrons dans deux minutes – est que la baisse des taux sur le court terme fait que cette trésorerie n'est pratiquement plus du tout rémunérée. Nous verrons pourquoi. C'est évidemment très embêtant.

S'agissant enfin du marché des instruments de couverture, je rejoins tout à fait mon voisin, il faut que les banquiers puissent fournir l'ensemble des services à leurs clients, notamment les *swaps* de cours de change, les *swaps* de taux d'intérêt. C'est absolument indispensable.

Nous sommes relativement peu consommateurs de ce type de produits, mais tout de même. Uniquement chez Bouygues, les couvertures des taux représentent 1,8 Md€ et la couverture des cours de change représente 1 Md€. Encore une fois, de nombreux groupes industriels auraient des chiffres plus importants. Nous ne sommes pas les seuls.

(Planche : Les activités de Bouygues nécessitent des financements.)

Enfin, troisième et dernier tableau des besoins du Groupe Bouygues : les financements de nos clients. Nous ne pouvons plus travailler si nos clients n'ont plus de moyens financiers pour développer leurs projets.

Ce sont tous les financements de projets :

- Les grands projets d'infrastructure sont évidemment financés par des financements de projets, qu'ils soient publics, privés ou mixtes ;

- De nombreux projets sont actuellement bloqués parce que nous ne trouvons pas les crédits nécessaires, notamment parce que, même lorsque le risque est totalement maîtrisé, les banques, entre elles, ne se font pas confiance ;

- Et on a beaucoup de mal à monter des syndicats bancaires. La méfiance entre banques est toujours présente et rend difficile le montage de syndicats bancaires.

Les crédits immobiliers, cela va de soi. Toutes les opérations immobilières nécessitent des crédits aux entreprises et aux particuliers. L'activité de promoteur du Groupe Bouygues représente 2,9 Md€. Ces 2,9 Md€ tombent à zéro s'il n'y a plus de crédit immobilier.

Le crédit immobilier est actuellement reparti, doucement. Le crédit relais est bien souvent un point important pour le lancement des opérations. Ce dernier est au contraire totalement en panne aujourd'hui. Pratiquement plus aucune banque n'accepte de faire des crédits relais compte tenu des incertitudes sur les prix de vente des biens immobiliers qui seront à la base de la sortie des crédits relais.

Voilà, rapidement brossés, les besoins d'un groupe industriel.

(Planches : Situation des banques.)

Un mot maintenant sur la situation des marchés monétaires que j'évoquais tout à l'heure à l'occasion des placements de trésorerie que nous devons faire à hauteur de 3,8 Md€

Cette première courbe indique les trois taux qui sont les taux des dépôts des banques à la Banque centrale européenne, les taux de refinancement des banques et le taux EONIA qui est le taux de référence auquel notre trésorerie est rémunérée.

Ces taux sont tombés très bas. Le refinancement des banques se fait à 1 %. Le taux de placement des mêmes banques à la Banque centrale est à 0,25 %. EONIA n'est guère plus élevé que 0,25 : de l'ordre de 0,40 %. Cette rémunération est extrêmement faible.

(Planche suivante.)

Une illustration de la mauvaise gestion des banques. Les banques européennes ont déposé des réserves auprès de la BCE qui ont littéralement explosé depuis août 2008. Elles étaient montées de manière relativement stable à 200 Md€ entre 1999 et 2007 (en huit ans). Le marché a commencé à s'affoler à partir d'août 2007 et on assiste en août 2008 à une explosion des dépôts à la Banque centrale parce que les banques vont tirer les liquidités à 1 % uniquement pour assurer leurs liquidités.

Elles acceptent néanmoins de redéposer cet argent à la Banque centrale à 0,25 %. C'est dire que cela leur coûte 0,75 pour chaque euro placé. Déposer 400 Md€ dans des conditions pareilles montre à quel point elles sont inquiètes sur leurs besoins de liquidité.

En juin, 1 121 banques avaient déposé de l'argent à la Banque centrale. Elles avaient tiré 442 Md€ Les choses s'améliorent un peu puisque ce ne sont plus à fin septembre que 589 banques au lieu de 1 121 banques, ce qui n'est pas négligeable, et elles n'ont – si j'ose dire – tiré que 75 Md€ au lieu de 442 Md€ au mois de juin.

Cela montre bien que les choses s'améliorent, mais on ne peut dire qu'elles sont totalement satisfaisantes.

J'en ai terminé pour ce propos introductif, mais je pense que l'on reviendra sur les errements de nos amis banquiers qui nous ont mis dans cette situation particulièrement douloureuse.

M. Jacques BARRAUX.- Le chauffard ayant abusé de Côtes-du-rhône demande évidemment la parole. *(Sourires.)*

M. Michel CICUREL.- La banque dont je m'occupe ne fait rien de tout cela (elle fait de la gestion d'actifs, de la gestion privée et du conseil), mais je me sens complètement solidaire de mes amis banquiers et je pense vraiment que le chauffard a été le régulateur américain. Vraiment.

Ce n'est pas après coup pour nous excuser, mais franchement, j'ai commencé à dire et à écrire tout cela en 2006, notre Maison a commencé à alléger les portefeuilles des clients en actions à partir d'août et septembre 2006 parce que l'on trouvait que la bulle (pas la bulle actions mais la bulle crédits) était en train de se développer.

Cela paraît trop théorique en regard des choses reprochées aux banques, mais le monde de l'argent est un monde complexe avec des actions et des interactions. Je pense qu'il y a eu pendant toutes ces années une sorte de complicité – qui continue d'ailleurs – entre les Etats-Unis et la Chine. Les Etats-Unis développaient leur double déficit à la fois de finances publiques et déficit extérieur, ce qui permettait en même temps à la Chine de développer une politique mercantiliste, c'est-à-dire, avec une devise exagérément basse et une main-d'œuvre très bon marché, de fabriquer pour le compte du consommateur américain, en réalité recyclant

ses excédents vers les Etats-Unis avec une Banque centrale qui n'a rien neutralisé, qui a permis la monétarisation de la dette publique américaine.

En réalité, les chiffres de ces années-là, pour un ancien du Trésor – un autre éminent est dans la salle, très grand banquier, devant qui je suis intimidé de parler de ces questions qu'il connaît beaucoup mieux que moi – sont extravagants. Pour un ancien du Trésor, voir la somme des déséquilibres extérieurs atteindre 3 % de la production mondiale alors que cela n'avait jusque-là jamais dépassé 1 % est terrifiant. C'était franchement terrifiant.

Quand l'argent coule à flots, quand les taux d'intérêt sont trop bas... Le taux d'intérêt est le prix du temps. Les temps s'étaient raccourcis de façon effarante.

Je connais un grand groupe industriel qui a vendu une de ses filiales à un fonds de *Private Equity* dans lequel notre Maison, associée à un autre grand fonds américain, avait fait une proposition à 400 M€ La société en question est partie à 1 Md€ Le vendeur trouvait ce prix « débile » si je me souviens bien, et nous aussi.

Cela a été vendu à un fonds qui l'a revendu deux ans après en ayant créé zéro valeur – la seule valeur créée était la valeur de portage de la dette pendant ces deux ans, qui ne coûtait rien – 2 Md€

Quand on voit une telle chose se passer en deux ans, on se dit que quelque chose ne tourne pas bien. Je pense que quelque chose ne tournait pas bien parce qu'il y avait trop d'argent, trop bon marché et que les banques se battaient pour faire du crédit à des taux qui étaient trop bas. Quand le taux d'intérêt est trop bas, les calculs financiers deviennent effarants.

La spéculation n'était pas celle des banques. Elle était généralisée. La spéculation était partout.

Je pense vraiment que ce problème n'a non seulement pas été réglé mais qu'il s'est aggravé parce que l'on a traité le mal par le mal. BERNANKE, qui est remarquable – et à mon avis beaucoup plus au fait de ce qu'il fait que son prédécesseur – a quand même continué la politique de son prédécesseur, de sa nomination en janvier 2006 jusqu'à la crise de 2007, date à laquelle il a accentué le mal parce qu'il n'avait pas le choix. Il avait l'excuse de la réanimation et de l'urgence.

On a aujourd'hui une inondation de liquidités dans le monde qu'il sera extrêmement difficile d'absorber. On a des déficits de l'Etat partout extravagants et dont on ne voit pas très bien comment ils peuvent être résorbés, sauf par la monétisation de la dette. En réalité, depuis la guerre, on n'a pas cessé d'augmenter la liquidité de l'économie mondiale, on n'a pas cessé. Je pense à ce mot de Jean-Claude TRICHET que j'aime beaucoup : on sait assez bien faire sortir le dentifrice du tube, mais le remettre dans le tube n'est pas de la tarte. Il faut dire en plus que le dentifrice qui est sorti est pourri. Si vous regardez ce qu'il y a dans les bilans des banques centrales aujourd'hui, c'est pourri.

Je pense en réalité que nous sommes dans une situation très préoccupante et dont l'origine est la mauvaise régulation.

Qui était le chauffard ivre ? C'était à mon avis le régulateur américain parce que je pense que tout cela est principalement venu des Etats-Unis. Je pense que l'Europe a été beaucoup plus modérée. Il y a d'ailleurs en général beaucoup moins de dégâts dans les banques européennes, en tout cas dans les banques européennes continentales.

Le banquier était probablement le passager à la place du mort, mais je veux bien admettre qu'il était dans la voiture. (*Sourires.*)

M. Jacques BARRAUX.- Michel Rouger, les entreprises et les banques sont de toute façon condamnées à travailler ensemble. Comment voyez-vous cette relation pas mal perturbée par tout ce qui vient de se passer ?

M. Michel ROUGER.- En cinquante ans d'activité bancaire, je n'ai tiré qu'une seule leçon, qu'il s'agisse de la toute petite SOFINCO de 1956 (pour laquelle je suis allé aux Arts ménagers vendre le crédit à la consommation à la ménagère de moins de cinquante ans qui ne savait pas comment payer sa machine à laver) jusqu'au sein de la banque énorme ABN AMRO en 2006 (pour laquelle j'étais allé quelques années auparavant vendre la titrisation aux banquiers chinois qui ne savaient pas comment gérer leurs tours inoccupées de Shanghai).

Je dois d'ailleurs dire que les banquiers chinois n'ont pas mieux réagi que la ménagère du salon des Arts ménagers cinquante ans plus tôt.

La leçon que j'évoque est assez simple et elle montre à quel point les relations sont toujours difficiles entre le banquier et son client parce que le client demande un crédit et le banquier octroie un prêt.

Je vous assure qu'il y a une très grosse différence entre les deux concepts, qui peut d'ailleurs expliquer le trouble qu'a exposé Michel CICUREL parce qu'il est des moments où l'on voit que le banquier se met à distribuer des crédits sans attendre qu'on lui demande d'octroyer des prêts.

J'ai vécu quatre crises de ce type dans ces cinquante ans de carrière, sous différentes formes. L'apothéose de la dernière est évidemment très intéressante, mais elle ne change rien au fait que la Réserve fédérale s'est mise à autoriser la distribution de crédits sans que l'on ait eu le temps de lui demander des prêts.

En France, on avait connu la même chose avec l'arrivée des cartes de crédits *revolving* en 1969.

Il faut comprendre qu'il y a à la base une énorme difficulté d'harmonisation et de régulation de ces deux appréhensions de l'argent pour le futur que sont le crédit pour le client et le prêt pour le banquier. Je ne pense pas que cela changera un jour.

Quand l'on sort d'une période de crise – et on essaie aujourd'hui d'en sortir –, on sait très bien que l'on est obligé de passer par ce que l'on appelle le *credit crunch* qui pousse entre les deux concepts de crédit et de prêt un peu comme la mauvaise herbe pousse entre les pavés disjoints.

On a vécu cette situation à plusieurs reprises, mais elle comporte une caractéristique que j'ai observée : même au moment où il n'arrive plus à octroyer de prêt, le banquier explique toujours qu'il continue à faire du crédit.

Cette constatation vaut encore aujourd'hui puisque le débat reste entièrement ouvert entre ceux qui disent : « *On n'arrive pas à avoir de prêt* » et le banquier qui dit : « *Je continue à faire des crédits* ».

Il est inutile de vouloir de se battre là-dessus. Il faut trouver des moyens de substitution. Chaque fois, on en trouve un nouveau. Le dernier en date a été la médiation du crédit, mais il y en a eu d'autres auparavant.

Pour vous donner un exemple concret, je vais simplement vous dire ce que j'ai vécu lorsque l'on m'a confié la mauvaise partie du plan de sauvetage du Crédit Lyonnais qui, pour reprendre le propos que Michel CICUREL a cité de Jean-Claude TRICHET mais en le paraphrasant, consistait à vouloir refaire des œufs avec une omelette.

Les œufs étaient cassés pour de bon. De très nombreuses entreprises commerciales et industrielles, dans lesquelles le Crédit Lyonnais avait possédé une majorité, voire la totalité du capital, qui présentaient de l'ordre de 40 000 emplois, se sont brutalement vues refuser les crédits par les autres banquiers de la place, avec d'ailleurs de très bons motifs parce que l'on était en plein débat de la concurrence anormale qui pénalisait les autres banquiers du fait du plan de sauvetage du Crédit lyonnais.

Les choses étaient très chaudement débattues à Bruxelles, n'est-ce pas Marc VIENOT, à l'époque, et on était privé de crédit pour faire vivre les projets au quotidien de ces entreprises de 40 000 emplois.

Comme toujours quand on veut résoudre un problème, il faut aller chercher à l'extérieur du cadre puisque l'on ne pouvait pas trouver dans le cadre, et contre la volonté de tout le monde, y compris des autorités de tutelle et un peu du régulateur. On s'est fabriqué une banque soi-même qui a eu le bénéfice inattendu d'être notée AAA puisqu'il y avait *in fine* la garantie de l'Etat derrière.

Avec cet outil qui n'a pas duré longtemps et avec la promesse que l'on ne sortirait pas d'opérations de prêt ou de crédit en dehors du cadre de ces sociétés détenues majoritairement, nous avons réussi, mais très, très difficilement, à sortir d'une situation de *credit crunch* absolue, qu'il n'était pas possible d'assouplir comme le *credit crunch* classique que l'on a vécu après toutes les crises.

Charles VINCENSINI se souvient de cette période puisqu'il était commissaire aux comptes de la Maison.

En résumé, à l'origine, et naturellement, les rapports entre le banquier et son client comporteront toujours controverse, opposition, voire suspicion.

Ensuite, lorsque l'excès survient dans un sens de distribution du crédit, il se retrouve dans l'autre sens de raréfaction de l'octroi des prêts. On ne peut faire autrement.

Enfin, chaque fois qu'il faut trouver des solutions, nous les avons trouvées, nous, dans le microdispositif de ce plan de sauvetage du Lyonnais, mais aujourd'hui, les pouvoirs publics les ont trouvées sous forme de soutien financier des banques et de soutien de leurs clients de l'autre côté avec la médiation du crédit que j'évoquais.

M. Jacques BARRAUX.- Chers amis, si vous voulez réagir à tout ce qui vient d'être dit, si vous avez des propos, des questions à poser, je vous demande de vous présenter.

M. Dominique DOISE, avocat.- Monsieur **CICUREL**, dans sa deuxième intervention, a rappelé les causes essentielles de la crise : les énormes déséquilibres qui existent à cause des Etats-Unis et de la Chine. Nous sommes d'accord sur ce point. Il a écarté dans la première phase de son intervention les motifs « moraux » qui sont souvent avancés : bonus, etc.

La question qui peut se poser est la suivante. Aujourd'hui, nous, Européens, pouvons-nous faire quelque chose alors que l'on a un euro qui flotte au gré des marchés, que l'on a un *ewarn** complètement géré, qui continue sa politique de protectionnisme monétaire ? L'Europe ne fait rien. Le traité de Maastricht permettrait de faire quelque chose, à condition que les gouvernements décident et donnent instruction à la BCE de mener une politique monétaire. Manifestement, ce n'est pas dans le débat politique.

Comment vous, banquiers français, comment vous, industriels français, pensez que l'on puisse réagir face à une situation qui nous échappe en très grande partie ?

M. Jacques BARRAUX.- D'abord le banquier.

M. Michel CICUREL.- Cette question très pertinente n'a malheureusement pas beaucoup de réponses. Je suis de ceux qui croient depuis un bon bout de temps déjà que le vrai G n'est pas le G20 mais le G2. Un dialogue est très organisé, et heureusement qu'il l'est sinon ce serait bien pire, entre les Etats-Unis et la Chine.

Sur le plan monétaire, vous avez observé que l'on a complètement évacué les sujets de change de Pittsburg. Je pense que le jeu entre les Etats-Unis et la Chine est absolument central, est au cœur du réacteur.

Les Chinois sont les premiers détenteurs de réserve en dollars : ils ont 2 000 Mds de réserve dont la grande partie en dollars. Ils n'ont pas intérêt à tuer le dollar qui ne demande qu'à baisser pour des raisons évidentes de déficit, etc., et de créations monétaires débridées. Ils n'ont pas intérêt à laisser baisser le dollar parce qu'ils se tirent dans leurs propres pieds. Ils ne peuvent pour le moment laisser le Yuan (que l'on appelle tantôt Yuan et tantôt RMB) s'apprécier trop par rapport au dollar.

Nous sommes très présents en Chine et je suis très impressionné par ce pays. Il n'a pas que des côtés sympathiques, mais c'est un pays très brillamment dirigé.

Ils sont en train, à une vitesse stupéfiante, de réorienter une partie de leur économie vers l'économie domestique et d'abandonner partiellement leur politique mercantiliste. Cela prendra des années. Cela ne peut se faire en dix ou vingt mois. Cela se fera plutôt en dix ou vingt ans.

Je vois déjà des premiers signes de libéralisation du Yuan. Je pense que l'on verra progressivement une progression vers la convertibilité du Yuan, mais on estime en général qu'il est sous-évalué de 20 à 40 %. Je ne crois pas que ce chemin sera rapidement rattrapé.

Quant au dollar, il a toutes les raisons de baisser ; je parle sous le contrôle des vrais économistes, je n'en suis pas un. Tous les théorèmes connus sur la fixation des changes devraient conduire à un effondrement du dollar qui n'est déjà pas loin de 1,50 par rapport à l'euro. On sait en Europe qu'à partir de 1,30 on a des problèmes. On voit très bien par exemple sur l'aéronautique que le dollar à 1,50 est mortel. A 1,30, on peut travailler. A 1,50,

cela devient beaucoup plus difficile et plus haut, à 1,80, 1,90, 2, que sais-je, tout est imaginable, il y a un vrai drame.

Troisièmement, à ces niveaux-là, les Etats-Unis eux-mêmes ont un problème.

Une balance des paiements est complexe aujourd'hui. Il y a des échanges de biens et services. Certains échanges sont élastiques au prix et donc au change, et certains ne le sont pas. Il y a des échanges de capitaux où l'effet est complètement pervers.

Si les Etats-Unis ne peuvent plus investir à l'étranger sans payer une prime considérable parce que leur monnaie est dévaluée, il y a un effet pervers majeur. J'ai le sentiment que les Américains commencent à s'inquiéter de la baisse du dollar et ils feront probablement ce qu'ils peuvent pour que cela ne baisse pas trop, trop vite.

Que peut faire l'Europe ? Absolument rien, me semble-t-il. Absolument rien.

La BCE n'est pas responsable de la politique de change. Elle est responsable de la politique monétaire.

Je pense que la sortie, l'*exit strategy*, ce dont tout le monde parle, c'est-à-dire le débranchement de la ventilation artificielle historique mise en place depuis dix-huit mois est un exercice épouvantablement difficile, très périlleux et complètement inédit.

Je pense que la BCE s'occupera d'un tas de choses, sauf de change.

Une vieille loi en économie, la loi de Tinbergen, indique que l'on peut, avec un instrument, atteindre un objectif mais pas plusieurs. La politique monétaire ne peut traiter le problème des changes. Elle doit traiter le problème de la création monétaire.

La BCE sera probablement en avance sur la FED dans le resserrement monétaire comme elle l'a toujours été. Le risque que la seule monnaie qui puisse monter soit l'euro est donc très élevé.

Je n'ai pas vraiment répondu à votre question à laquelle on ne sait pas vraiment répondre. La valeur d'une monnaie ne se dégrade pas. Elle se traite sur des marchés. Je dois dire que je suis un peu préoccupé par ce sujet. Je ne vois pas très bien comment il peut bien se régler.

M. Olivier POUPART-LAFARGE.- Du point de vue des industriels, c'est catastrophique. Vous avez parlé de l'aéronautique. Il n'y a pas que l'aéronautique.

Le pays le plus touché sera l'Allemagne, qui est fortement exportatrice. Cela la gênera beaucoup, mais la France également. Beaucoup d'entreprises françaises seront certainement très pénalisées par ce problème de change. Je crois également que nous ne pouvons avoir aucun espoir d'amélioration.

Il est sûr que ce sera un frein à la prise économique.

M. Michel ROUGER.- Je vais vous apporter la réponse qu'a faite hier à la même question l'ambassadeur de Chine qui est en charge des relations, un peu élargies, avec l'Europe et la France.

Il a dit : « *Comprenez que nous avons, nous, nos problèmes avec notre peuple, qu'il nous faut lui laisser le temps d'évoluer et, pendant ce temps, il nous faut garder notre*

rapport de change. Comprenez bien que nous prenons toutes nos décisions en fonction de ce qui se passe chez nous et pas en fonction de ce qui se passe chez vous ».

Cela ne peut être plus clair.

M. Dominique DOISE, avocat.- Sur ce point, un mot. L'article 111 du traité de Maastricht confère au Conseil des ministres le pouvoir de décider une politique de change. Je pense que tous les acteurs économiques, tous les banquiers, tous les acteurs, tous les gens qui peuvent parler devraient faire pression sur les politiques. Nous sommes dans une situation où l'on doit gérer l'euro comme les Chinois gèrent le Yuan. C'est vraiment une question de sauvegarde.

M. Parfait OUEDANOU - Après un Master en droit des affaires, je fais un master II. Tout d'abord, je voudrais vous remercier de votre intervention ainsi que ceux qui ont organisé ce colloque qui ne saurait qu'encourager une très grande coopération entre le monde professionnel et le monde universitaire.

Ma question est la suivante : M. ROUGER a mis l'accent sur le fait qu'il fallait trouver des substituts. De nombreux économistes, tel Michel RUIMY, Olivier PASTRE, Jean-Paul LARAMEE, ainsi que de nombreux responsables politiques comme Mme Christine LAGARDE ont donné comme solution à la crise actuelle la finance islamique pour deux raisons.

La première raison est un soutien de la majorité des intellectuels, notamment...

M. Jacques BARRAUX.- Avez-vous une question ? Nous sommes à la fin de notre débat.

Même Intervenant.- Tout d'abord pour son mode de fonctionnement.

. Le premier point sera l'interdiction d'intérêt. Monsieur CICUREL disait que l'intérêt est uniquement l'enrichissement par l'écoulement du temps.

. Le deuxième point serait la prohibition des spéculations du hasard. Monsieur POUPART-LAFARGE avait dit que l'on ne joue pas au casino avec l'argent des clients.

. Le troisième principe est le principe de partage des profits et des pertes.

. Le dernier principe, le plus important, est l'adossement de tout actif boursier à un acte tangible, c'est-à-dire une très grande proximité avec l'économie réelle.

Enfin, la deuxième raison est le gisement que la finance islamique représenterait d'après Mme LAGARDE. Elle représente actuellement 800 Md€ et, vers la fin 2010, elle représenterait 1000 Md€ soit un accroissement de 15 % tous les ans alors que la finance internationale représente...

M. Jacques BARRAUX.- J'ai compris.

Même intervenant.- Votre point de vue m'intéresse, car j'envisage de faire une thèse sur ce point.

M. Olivier POUPART-LAFARGE.- Je laisse à Michel le temps de réfléchir deux minutes à sa réponse, mais en ce qui concerne les grands projets d'infrastructure, il est certain que la finance islamique est une solution intéressante.

Je disais que nous avons pour plusieurs milliards de projets bloqués faute d'avoir trouvé le financement *ad hoc*. Il est certain que la finance islamique s'adapte assez bien aux grands projets d'infrastructure parce que, précisément, les principes que vous avez rappelés, que je ne répéterai pas, s'appliquent bien à des projets de cette nature.

On peut effectivement monter un financement de projet d'infrastructure, je pense à un pont, un tunnel, etc. Les grands ouvrages de travaux publics s'adaptent bien parce que ce support est réel. On peut monter le financement sous forme de loyer.

La propriété de l'ouvrage peut appartenir au fonds d'investissement islamique qui le loue aux usagers. C'est quelque chose qui se comprend bien par les juristes occidentaux. Je crois qu'il y a effectivement là une ressource importante et je pense que Mme LAGARDE y pensait comme nous y pensons aussi, pas seulement en France mais dans de nombreux pays internationaux et pas seulement non plus dans les pays à majorité islamique mais dans tous pays.

Je crois que les fonds sont tout à fait ouverts, à condition que l'on respecte les principes que vous avez rappelés. Cela me paraît tout à fait possible dans le domaine des infrastructures. Sur ce plan, je suis très positif.

Cela ne veut pas dire que cela peut s'adapter à tout. Il y a probablement des types de produits auxquels cela s'adapte beaucoup moins bien. Dans le domaine que je connais, c'est une piste que nous suivons avec beaucoup d'intérêt et nous avons déjà plusieurs projets au travail sur cette question.

Il y a quelques problèmes juridiques, notamment sur le plan fiscal. Des amendements sont en cours d'étude au Parlement pour permettre qu'il n'y ait pas de pénalisation de ces projets sur le plan fiscal.

M. Jacques BARRAUX.- Je vais passer la parole à Albert MERLIN pour une dernière question et ensuite, messieurs, je vous demanderai une très brève conclusion.

M. Albert MERLIN.- Je trouve que l'on n'a pas jusqu'ici beaucoup parlé d'inflation.

M. Jacques BARRAUX.- On n'a pas assez parlé d'inflation.

M. Albert MERLIN.- Selon certains économistes, la réponse au problème de la dette pourrait venir d'une vague d'inflation, mais on ne sait plus fabriquer de l'inflation. La quantité de liquidités déversées sur les marchés depuis des mois est impressionnante, mais il paraît que l'on ne sait plus fabriquer l'inflation.

M. Jacques BARRAUX.- Y a-t-il une technique pour sortir de la dette par l'inflation bien maîtrisée ? Michel CICUREL.

M. Michel CICUREL.- Non, il n'y en a pas. Je sais que cette thèse est assez répandue. Certains économistes et financiers se préparent d'ailleurs à de l'inflation. De la vraie inflation. Pas 2 ou 3, mais 7, 8, 10, que sais-je, le genre d'inflation que l'on a connue il y a vingt-cinq ans qui a été assez dévastatrice.

Je dois dire que je n'y crois pas parce qu'il est compliqué de prévoir ce qui se passera à dix ans. A dix mois, ce n'est déjà pas simple. Je pense qu'il y aura dans les deux ou trois ans à venir une résorption lente du chômage dans les pays de l'OCDE, et la courbe de Phillips fonctionne toujours, donc impossible d'avoir de l'inflation.

L'armée industrielle de réserve qui existe dans les pays asiatiques est considérable et je ne vois absolument pas comment il est possible d'avoir une inflation salariale avec une telle masse de main-d'œuvre nouvelle qui arrive tous les jours. L'exode rural en Chine est une France tous les deux ans : c'est, tous les deux ans, 60 millions de gens qui quittent le monde agricole pour arriver en ville. C'est complètement massif.

Je vois deux sources d'inflation possibles :

- Les matières premières et les énergies fossiles. Le prix de ces matières est dicté par la croissance des pays émergents. On a tout de même un risque de découplage, c'est-à-dire de croissance forte de la Chine, de l'Inde, du Brésil en même temps qu'une stagnation relative dans les pays à risque ;

- Deuxième source : l'inflation monétaire.

L'inflation monétaire est assez compliquée. Cela dépend où va l'argent. L'inflation monétaire ne résulte pas de la simple existence d'une masse importante de liquidités. Des phénomènes sont bien connus comme la trappe monétaire. Il n'est pas du tout évident que la quantité très importante de monnaie qui existe aujourd'hui provoque de l'inflation.

Cher Albert Merlin, non, je crois que l'on ne sait pas fabriquer de l'inflation, mais vous posiez la question parce que vous connaissiez la réponse.

J'ajouterais que je trouve personnellement que ce n'est pas une bonne solution, ce n'est pas une solution souhaitable. S'amuser à déplacer du pouvoir d'achat des uns vers les autres est un jeu très dangereux. Une fois que l'on a commencé, on ne sait plus très bien le maîtriser. Mieux vaut veiller à ce qu'il n'y ait pas trop d'inflation, mais d'autres choses sont à faire et il faudra bien traiter les finances publiques.

M. Jacques BARRAUX.- Messieurs, nous arrivons au terme de notre discussion. D'un mot, Olivier POUPART-LAFARGE, si vous aviez un petit message à faire passer, sur quel point souhaitez-vous que l'on porte l'attention la plus vive ?

M. Olivier POUPART-LAFARGE.- Si je n'ai qu'un message à passer en trois mots, c'est de dire : oui, plus de régulation pour les banques, oui, je pense que c'est nécessaire. La régulation doit être renforcée, mais pas au point de les paralyser dans l'action qui est nécessaire pour soutenir l'économie et soutenir l'activité des entreprises.

C'est ce que je crains. Je crains qu'il y ait un excès de réglementation au niveau français, au niveau européen, au niveau mondial, et que ceci freine la reprise économique.

Mon message est : attention, messieurs les régulateurs, n'allez pas trop loin. Ciblez bien les opérations que vous devrez contraindre, voire empêcher totalement, mais ciblez-les bien parce que si vous faites des opérations trop générales, un peu comme quand on parle d'effet de levier global sur le bilan, je crains que ce ne soit un frein à la reprise économique et donc finalement dommageable pour tout le monde.

M. Jacques BARRAUX.- Merci. Michel CICUREL, votre message ?

M. Michel CICUREL.- J'applaudis. Je n'ai rien à ajouter à ce qu'a dit Olivier POUPART-LAFARGE. Cela me va très bien.

Aujourd'hui, les banques ne sont pas guéries. Olivier l'a dit, elles vont mieux, mais elles ne sont pas guéries.

Si l'on veut accabler le malade de médicaments, si l'on veut, pour ne citer que cela, appliquer Bâle 2, c'est-à-dire demander plus de fonds propres à des banques qui n'en ont déjà pas assez pour prêter, si l'on veut accabler les compagnies d'assurance de Solvency II pour être bien sûr qu'elles n'achèteront plus d'actions et qu'elles ne feront plus de *Private Equity* et qu'elles ne feront plus que financer la dette de l'Etat, il n'y a en effet qu'à faire cela, mais – c'est vrai, je souscris complètement à ce qu'a dit Olivier –, on risquerait de faire très mal à la reprise économique.

Pour finir sur une question, parce qu'elles sont toujours plus intéressantes que les réponses, je crois qu'il va se passer, dans les années à venir, quelque chose de très grave pour la régulation. Je pense qu'il apparaîtra, notamment aux Etats-Unis, des consolidateurs bancaires de taille gigantesque (les JP Morgan, Bank of America, Goldman, ceux qui ont sauvé les banques qui n'allaient pas bien), qui deviendront tellement gros que les régulateurs ne pourront absolument rien leur dire. Ils seront beaucoup plus puissants. Ils sont déjà beaucoup plus forts que les régulateurs parce que, comme on paie bien dans la banque, les bons vont plutôt dans la banque que dans la régulation. Je crains qu'ils ne deviennent tellement gros, tellement *too big to fail* que les régulateurs seront en réalité impuissants.

Certains banquiers ont plutôt pas mal survécu, mais les managements et les actionnaires ont été lessivés.

La seule chose que je peux espérer, puisque je crois que cette crise est en réalité une crise de l'oubli du temps et de la durée, c'est que la mémoire ne sera pas trop courte et que les gens qui ont été lessivés essaieront de ne pas l'être une deuxième fois.

A part l'autorégulation, je ne vois pas bien ce qui pourra marcher devant des mastodontes pareils.

M. Jacques BARRAUX.- Michel Rouger ?

M. Michel ROUGER.- Très simplement, il y a quelques mois, dans une lettre de PRESAJE, j'avais exprimé le même sentiment de crainte de cette gigantesque lessive dans laquelle risquaient d'être pris les actionnaires et le management. Je crois avoir intitulé le texte : « *God saves the bank* ». Je crois que les choses n'ont pas permis aujourd'hui de dire qu'elles sont sauvées.

M. Jacques BARRAUX.- Merci, chers amis. C'est maintenant la deuxième table ronde qui va prendre la suite.

(Applaudissements.)



De gauche à droite : Laurence Scialom, Eric Dezeuze, Eric Brousseau, Bruno Deffains, Bertrand du Marais et Dominique Demougin

Deuxième table ronde : Académiques et experts : ont-ils des solutions ?
Le point de vue réflexif autour de trois thèmes : l'architecture du système bancaire, la réglementation des produits et les responsabilités des acteurs

M. Eric BROUSSEAU.- Nous avons compris dans la première table ronde que nous n'étions pas dans un monde idyllique, que nous étions même probablement dans un monde et dans une situation assez désespérés. On a discuté certaines solutions qui tiennent aux régulations macroéconomiques et financières.

Nous allons essayer dans cette deuxième table ronde de revenir sur ce qui concerne d'une certaine manière plus particulièrement les relations entre le droit et l'économie, qui consiste à discuter des régulations et des régulateurs.

Dans cette première table ronde, on a compris que l'un des problèmes du régulateur est son objectif, sa fonction objective.

Si les autorités monétaires américaines ont failli, c'est en partie parce qu'elles n'avaient pas que des objectifs liés à la stabilité du système financier américain. Elles avaient d'autres objectifs, des objectifs macroéconomiques, des objectifs géostratégiques. C'est sans doute une des raisons qui a conduit à la situation que nous connaissons aujourd'hui.

On a aussi évoqué le fait qu'éventuellement le régulateur n'est pas suffisamment puissant et est l'otage d'un certain nombre d'acteurs économiques et sociaux, et notamment les plus grands acteurs financiers.

Quant aux régulations, Michel CICUREL nous a rappelé que l'un des problèmes de la régulation est qu'elle arrive souvent trop tard, elle court derrière les innovateurs qui, de

plus, sont plus pertinents puisqu'ils sont mieux payés au sein du système bancaire. Il y a donc un délai de réaction inhérent au système de régulation.

Pour autant, la solution tient-elle entièrement dans l'autorégulation ? C'est sans doute une des questions dont nous discuterons tout à l'heure.

Historiquement, dans tous systèmes économiques, il y a toujours eu un mélange d'autorégulation et de régulation, avec un régulateur de nature public qui se situe au-dessus des autorégulés, des autorégulateurs qui, par leur nature privée, défendent aussi certains intérêts, le régulateur public étant parfois en mesure de représenter l'intérêt général.

La question est effectivement qu'il n'est pas toujours suffisamment puissant, notamment dans un monde relativement globalisé avec, dans le cas de la finance et de la monnaie, une hyper-globalisation qui fait que la régulation se heurte souvent aux stratégies des acteurs qui peuvent assez facilement se délocaliser et qui, aussi, pose certains problèmes que nous avons entrevus dans cette première table ronde.

Il y a aussi un grand problème autour de la régulation qui est la complexité des régulations. A force d'empiler les régulations les unes sur les autres, elles deviennent totalement illisibles, totalement inefficaces, parfois en partie incohérentes, ce qui explique aussi les problèmes auxquels nous faisons face.

Pour introduire ces questions, nous aurons cinq interventions dans cette deuxième table ronde. Nous commencerons par Laurence SCIALOM qui est une spécialiste d'économie monétaire et financière, qui est une des premières françaises à avoir travaillé sur la crise, à avoir mis en place un groupe de travail sur la crise avant même qu'elle ne se déclenche et qui a pu proposer des analyses tout à fait pertinentes dès le début de la crise financière.

Nous enchaînerons ensuite par une intervention de Dominique DEMOUGIN, qui nous apportera non seulement une vision d'un spécialiste des questions de régulation et d'un spécialiste des relations entre droit et économie, mais aussi une vision un peu internationale, puisque Dominique est Français mais il a fait l'ensemble de sa carrière aux Etats-Unis. Vous lui pardonnerez d'ailleurs parfois ses problèmes avec le français.

Nous aurons ensuite une intervention de Bruno DEFFAINS qui est le pionnier de l'économie du droit en France, qui fera la liaison avec la deuxième partie de la table ronde où nous aurons des interventions plutôt de juristes. Bruno nous parlera des questions complexes que pose l'élaboration de la règle de droit pour les acteurs économiques.

Nous aurons ensuite une intervention d'Eric DEZEUZE, avocat au barreau de Paris et professeur à l'université Paris Descartes, qui nous parlera des régulateurs.

Nous terminerons par une intervention de Bertrand du MARAIS, qui est à la fois conseiller d'Etat et professeur à l'université de Paris Ouest Nanterre. Il interviendra sur les questions complexes d'indépendance et de capture potentielle du régulateur.

Je laisse tout de suite la parole à Laurence qui va nous introduire à ces questions complexes de régulation financière.

Mme Laurence SCIALOM.- Merci, Eric. Je tiens d'abord à m'excuser par avance des quintes de toux que je vais vous imposer, car malgré une surconsommation de pastilles, je pense que je ne vais pas y échapper. Ceci étant dit, excusez-moi par avance.

La crise financière qui est née en août 2007 et qui a pris un tour véritablement systémique que l'on connaît à partir de la faillite de Lehman Brothers, de l'avis assez général maintenant, peut être analysée comme une défaillance massive du système de régulation financière tel qu'il a été conçu et tel qu'il a été mis en œuvre depuis le milieu des années 80.

En cela, je suis tout fait d'accord avec ce qui a été dit, sauf que je ne dirais pas que ce sont des erreurs humaines. Certes, le laxisme monétaire américain suite au 11 septembre et aux dévalorisations des prix d'actifs du début des années 2000 a été trop long, mais c'est surtout, à mon sens, une défaillance du système de régulation financière dans son ensemble, au-delà des erreurs humaines.

Il est facile aujourd'hui, il est aisé et probablement rassurant d'un point de vue collectif de hurler avec les loups et de dénoncer une finance avide de gains et irresponsable qui nous a conduits dans le mur. Les acteurs de la finance sont comme les acteurs de toute la vie économique : ils réagissent au cadre de contraintes et d'incitations qu'on leur impose. C'est ce cadre qui a failli. Les acteurs de la finance n'ont fait que jouer dans un cadre qui leur autorisait à jouer de la manière dont ils l'ont fait.

En fait, c'est ce cadre qu'il faut réformer profondément.

Il faut donc partir d'un diagnostic et comprendre comment une crise qui est née d'un petit segment de la finance, le segment *subprime* américain, a réussi à provoquer le cataclysme financier et réel maintenant que l'on connaît aujourd'hui, en partie par le canal du dévoiement d'une innovation financière qui, comble du paradoxe, était censée disséminer les risques et renforcer la résilience des systèmes financiers, à savoir la titrisation.

Dans cette tâche immense de réforme de la régulation financière, le décideur public est confronté à un dilemme. Réformer à chaud est toujours très délicat.

C'est toujours très délicat parce que cela repose sur des analyses qui ont été faites dans l'urgence, qui sont des analyses de court terme, qui sont donc probablement tronquées et, ce faisant, les solutions que l'on mettra en œuvre risquent de souffrir d'effets pervers durables qui n'auront pas été anticipés par les régulateurs. C'est le premier pan.

En même temps, on sait très bien que la phase dans laquelle on peut réformer est très courte. Une fois que la phase aiguë de la crise est passée, les *lobbyings* resurgissent, les arguments en termes de concurrence de place se réintroduisent dans le débat et les tentations de passagers clandestins de certaines places financières resurgissent.

Ce faisant, à mon sens, le réformateur ne doit pas laisser passer la fenêtre de tir qui est étroite et il me semble qu'il y a eu au G20 une vraie conscience de cela et que des bases intéressantes, certes probablement insuffisantes, ont été jetées.

Après ces considérations très générales, le problème est : quel diagnostic (très rapide) on peut porter sur les principales failles de la régulation financière et sur les pistes de réforme que l'on peut esquisser sur la base de l'analyse de ces failles.

Faute de temps, je me focaliserai sur la réglementation des institutions et pas des produits. On pourrait parler notamment en matière de titrisation, mais je me focaliserai sur la réglementation des institutions.

Le premier problème que pose cette crise est lié au périmètre de la régulation.

Force est de constater que, parmi toutes les institutions financières qui ont été renflouées, dans lesquelles a été mis de l'argent public, nombre d'entre elles n'étaient soit pas, soit peu, soit mal régulées. Il y a donc un problème de périmètre de la régulation.

Se pose également le problème du type de régulation à promouvoir.

Depuis la fin des années 80, la réglementation prudentielle s'est focalisée sur les ratios de solvabilité des banques, avec Bâle 1 que l'on appelait le ratio Cooke, Bâle 2, Solvency II (dont je ne vous dirai pas tout le mal que je pense ici, mais on pourrait y revenir dans le débat) dans une logique micro prudentielle.

La rationalité d'un tel choix reposait sur l'idée qu'en préservant la solvabilité des banques on préservait les intérêts de leurs principaux créiteurs, en l'occurrence des petits déposants qui sont dénués des capacités d'expertise, des incitations pour discipliner les managers de banque.

Par ailleurs, un autre élément faisait consensus : il fallait que cette capitalisation soit pondérée par les risques, c'est-à-dire en gros que plus les actifs étaient risqués, plus il fallait mettre de capital devant. Cette volonté a conduit à une volonté d'affiner la mesure du risque et l'évaluation des risques, et cela a conduit les régulateurs à valider les modèles de contrôle interne des risques des banques.

La première inflexion est en 1996 avec le premier amendement à Bâle 2 pour le risque de marché. Cela a été complètement entériné avec Bâle 2 pour le risque de crédit.

C'est un mouvement vers ce que l'on peut appeler par un raccourci de l'autorégulation, puisque c'est par des modèles qui déterminent normalement le capital économique que l'on va déterminer le capital réglementaire, même si on a deux autres piliers qui sont là en réalité pour donner une apparence de symétrie, bien que cela ne soit absolument pas symétrique en réalité.

L'ensemble de ces choix a été mis à mal par la crise de 2007-2008.

Il faut essayer de comprendre pourquoi. Cette approche de la régulation ignorait totalement la question du risque systémique et considérait finalement que les lois de la finance sont d'une certaine manière assimilables aux lois de la nature.

Pour essayer de faire comprendre cela, puisque nous avons un auditoire composé d'économistes et de juristes, je vais tirer la métaphore.

Quand l'ingénieur, par la connaissance qu'il a des lois de la physique, peut créer des structures qui sont robustes, qui sont résilientes aux chocs, même dans des conditions extrêmes de la nature, il peut le faire parce qu'il réagit à ce qu'il connaît des lois de la nature. En règle générale, la nature ne réagit pas aux choix de l'ingénieur.

Pour continuer, ce n'est pas parce que l'on construit des bâtiments aux normes antisismiques qu'il y aura plus de tremblements de terre, qu'ils seront plus fréquents et qu'ils seront plus violents.

Le problème est que cela ne se passe pas de cette manière en finances. En finances, cela ne se passe pas ainsi parce que les actions que les institutions individuelles entreprennent pour préserver leur propre stabilité peuvent miner la stabilité globale du système. Cet effet pervers est amplifié par les modèles de contrôle des risques que l'on a mis au cœur de la réglementation prudentielle.

Ces modèles considèrent le risque comme exogène, c'est-à-dire qu'ils considèrent que le risque qui se manifeste n'est pas dans l'interaction des comportements des agents.

En période de stress financier extrême le risque devient endogène, c'est-à-dire que le risque résulte des répercussions croisées des actions de chaque participant, les variations de prix d'actifs sont amplifiées par les actions des participants aux marchés qui, elles-mêmes sont guidées d'une part par l'affaiblissement de la confiance générale et donc des ventes liées à cela, mais également parce que les méthodes mêmes de couverture qui sont guidées par les modèles – et toutes les banques utilisent les modèles qui reposent sur des hypothèses très proches – n'intègrent pas les effets de ces interdépendances, et notamment l'assèchement total de la liquidité qui en résulte en période de stress extrême.

C'est pourquoi, sur la base de ce diagnostic, il a été acté – on verra ce qu'il en résulte – que les nouvelles réglementations, celles vers lesquelles on va, auront une dimension macro-prudentielle et plus uniquement micro-prudentielle, c'est-à-dire ne seront plus uniquement orientées vers l'objectif de préservation de la solvabilité des établissements individuels, mais vers des objectifs de stabilité globale du système financier.

Cela signifie notamment un calibrage du capital réglementaire en fonction du potentiel systémique des institutions avec tous les problèmes de mesure que cela pose et, dans ce domaine, des travaux se font un peu partout dans le monde.

Cela dépendra également du positionnement dans le cycle financier.

Dans le système actuel, des règles micro-prudentielles sont très pro-cycliques, c'est-à-dire accentuent le cycle.

On a une sous-évaluation systématique des risques, on l'a bien vu dans cette crise qui n'est qu'un cas extrême d'un scénario que l'on connaît bien. Les risques sont systématiquement sous-évalués dans la période d'euphorie financière et le capital réglementaire que l'on constitue pour faire face à ces risques est donc en réalité insuffisant.

Quand le cycle se retourne, on constate subitement toutes les fragilités financières cachées qui sont créées dans la phase ascendante du risque et il faut donc mettre plus de capital, justement au moment où l'on est dans un bas de cycle et donc au moment où, justement, on aurait besoin d'octroyer des crédits. Comment cela se fait-il ? Cela se fait souvent par du rationnement du crédit parce que ces périodes ne sont pas les meilleures périodes pour lever du capital.

Il y a d'autres mécanismes, mais j'essaie de faire très simple.

L'idée serait de trouver des dispositifs pour que les banques constituent un coussin de capital à travers le cycle en se conformant - j'aime bien la métaphore – finalement au précepte de Joseph (le fils de Jacob, le conseiller de Pharaon), c'est-à-dire mettre de côté durant les années de prospérité de quoi faire face aux années de vache maigre, sachant que quoi que vous disent les modèles, quoi que vous disent les experts, de toute manière les années de vache maigre reviennent.

Il suffit, pour s'en convaincre, de regarder l'histoire financière longue. Vous lisez Kindelberger et vous êtes persuadés de ce que je vous dis ; il n'y a pas besoin de modèle très sophistiqué pour s'en convaincre.

Par ailleurs, d'un point de vue toujours micro-prudentiel, qu'a révélé cette crise ?

Cette crise a révélé que les banques, qui apparaissaient comme les mieux capitalisées du point de vue de Bâle 2, comme UBS, Crédit national suisse par exemple qui, si l'on prenait un ratio beaucoup plus simple non pondéré par les risques, un ratio de levier simple (par exemple total des actifs sur fonds propres durs, sur core capital) étaient parmi les moins capitalisées au monde.

Pour vous donner une idée, UBS a atteint un levier de 53 fin 2007. Pour Lehman Brothers, juste avant sa faillite, c'était juste un peu plus de 30.

Si l'on accepte l'idée que la réglementation doit viser à réduire les prises de risques excessives et si l'on accepte le principe que les institutions financières peuvent parier librement leurs propres fonds, mais qu'elles doivent en revanche être réglementées quand il s'agit de « parier » des fonds qui leur sont confiés, il faut à ce moment réglementer le levier simple.

L'intérêt d'utiliser un ratio de levier simple - les autorités suisses l'ont fait pour les banques dont je vous parle - pour déclencher l'action des régulateurs est que c'est un ratio facile à mesurer, non manipulable ; pour moi, c'est essentiel. Il fonctionne indépendamment de toute hypothèse complexe de modélisation et de procédure de calibration et, de cette manière, il réduit très fortement les risques de capture du régulateur par les régulés.

On a eu un phénomène massif de capture du régulateur qui est largement passé par une capture par une modélisation au nom de la complexité des produits et des modèles utilisés.

En même temps, cela protège les banques contre le risque de sous-évaluation des risques et contre le manque de capacité des modèles internes qu'elles utilisent de capturer le risque endogène.

Une autre évolution vers laquelle nous allons très probablement est une réglementation de la liquidité bancaire.

Une autre leçon de cette crise est que la plupart des établissements bancaires qui ont été renfloués étaient bien capitalisés au sens de Bâle 2, mais étaient souvent soumis à un risque d'illiquidité très fort du fait qu'un nouveau modèle s'était développé que l'on appelle *originate to distribute* qui créait une forte dépendance vis-à-vis du financement de marchés de gros.

Ce faisant, on peut penser que l'on ira vers une réglementation où l'on aura un calibrage des réglementations de liquidité ou de capitalisation en fonction du *business model* des institutions financières. Le cas de Northern Rock, la banque britannique qui a été renflouée et finalement nationalisée, est de ce point de vue un cas d'école.

Dernier point, qui me semble vraiment fondamental, et qui a été soulevé par M. CIGUREL, la modernité de résolution de cette crise a conduit à créer des mastodontes financiers, des choses ingérables, excessivement complexes, on n'y comprend rien, non seulement « *too big to fail* », mais « *too interconnected to fail* », « *too complex to fail* »... On ne peut rien faire.

Un élément essentiel est d'arriver à gérer ce problème. Arriver à gérer ce problème, c'est créer des lois spécifiques pour gérer la défaillance de ces intuitions.

Dans le projet américain, porté par le Trésor américain, il y a ce volet. Je pense que l'on n'y coupera pas. Il faut aller vers cela.

Cela veut dire que toutes les institutions doivent savoir qu'elles peuvent faire faillite. C'est pourquoi on demande aux banques de faire leur testament d'une certaine manière, comment on dénoue les groupes.

En revanche, les institutions peuvent faire faillite, mais pas les fonctions vitales.

Cela veut dire qu'il faut créer des lois spécifiques. Quand Lehman s'est mise sous la protection du chapitre 11, c'est-à-dire d'un Code général des faillites, cela a été la catastrophe. Il faut sortir du dilemme où les autorités publiques sont obligées de renflouer, donc créer un aléa moral considérable et engager de l'argent public et donc un système où l'on a privatisation des gains et collectivisation des pertes si l'on peut dire. C'est cela ou alors on met en faillite et il se passe ce qu'il s'est passé en septembre 2008.

Il faut donc créer des cadres juridiques qui permettent d'agir précocement, de démanteler des groupes en maintenant les fonctions vitales que sont la collecte des dépôts, l'octroi de crédits notamment aux agents, les ménages, les PME qui n'ont pas d'autres moyens de financement que de se financer par financement bancaire, et notamment avec des systèmes de *bridge bank*, avec des systèmes d'institutions-relais avec une charte temporaire, et créer tout un système d'incitation pour que ces groupes réduisent leur taille, réduisent leur complexité, et cela en fait partie.

Dernier élément qui me semble très important, toujours dans la même idée, qui doit prendre appui là-dessus, je pense qu'il faudrait créer un nouveau type de dette hybride qui serait un type de dette qui se convertirait automatiquement en capital à partir du moment où certains seuils déclencheurs (par exemple le prix des CDS, on peut imaginer une batterie de seuils déclencheurs) seraient atteints.

Les détenteurs de ces dettes hybrides seraient bien rémunérés. Le *spread* entre la dette senior et ces dettes hybrides serait un indicateur d'alerte. En plus de cela ce ne serait pas de l'argent public. Il y aurait partage entre engagement et soutien du secteur privé, les détenteurs qui, étant détenteurs de créances, deviendraient actionnaires, et des fonds publics. Cela permettrait de réintroduire la discipline de marché qui a été totalement mise à mal par la manière dont a résolu cette crise. Merci de votre attention.

(*Applaudissements.*)

M. Eric BROUSSEAU.- Merci beaucoup Laurence. Il n'y avait qu'une seule femme à cette tribune et il était tout à fait normal de lui laisser plus de temps pour parler, d'autant que c'est une des plus compétentes sur cette question autour de cette table. Je vais néanmoins passer la parole à des moins compétents (*sourires*) et nous allons commencer par Dominique DEMOUGIN qui, je vous l'ai expliqué tout à l'heure, a fait toute sa carrière à l'étranger, notamment très longtemps au Canada et en Allemagne depuis plusieurs années.

Dominique va introduire son point de vue sur les problèmes de régulation du système financier, précisément, je crois, en introduisant l'idée que, pour réguler il faut comprendre ce qui se passe et qu'un des problèmes est que l'on a du mal à comprendre ce qui se passe.

M. Dominique DEMOUGIN.- J'ai en effet enseigné au Canada et j'enseigne pour l'instant en Allemagne.

On a parlé de la responsabilité de la FED. On a parlé du déséquilibre et du déficit et du surplus (déficit aux Etats-Unis et surplus en Chine) et on a parlé des produits financiers sophistiqués.

Il y a des tas de choses dont on aurait dû parler aussi, par exemple la complexité des agences de notation. On n'en a pas parlé, mais il est clair que c'est un gros problème.

Comment faire fonctionner ces agences qui évaluent les papiers titrisés, qui nous disent si c'est bon ou moins bon, etc. ?

On aurait pu parler de *the race to the bottom*, la course vers le bas du point de vue de la réglementation. Je ne pense pas les Américains seulement aient eu des problèmes. Il est clair que l'on a permis sur des tas de places financières, non seulement à Londres, mais paraît-il aussi à Francfort et à Paris, des choses que l'on n'aurait pas dû permettre.

On n'a pas du tout touché au sujet du *shadow banking* - je ne sais pas comment on traduit cela en français -, qui sont ces institutions qui ne sont pas réellement des banques mais qui fonctionnent pour ainsi dire comme des banques, qui faisaient quasiment le *business* des banques et qui, au début des années 2007 pour les Etats-Unis, étaient devenues - il faut y réfléchir - aussi grandes que le système bancaire américain. La plus grande partie de ce système, dans les deux dernières années, a énormément souffert. Il a été réduit d'une façon énorme.

On vient juste de discuter de la question de *too big to fail*.

Ce qui me gêne quand j'écoute ces discussions, c'est qu'il ne s'agit que de discussions très réactives. On a une réglementation, on a ceci, on a cela, et on voit que cela ne fonctionne pas très bien. Que faudrait-il changer ? On ne se demande pas pourquoi.

Je me pose la question de façon différente : qu'est-ce qui a changé ? Aurait-on pu avoir la crise que nous avons eue aujourd'hui il y a vingt ans ? Si l'on dit non, quelles sont les différences ?

Oui, il y a la FED, oui, il y a les surplus, mais il y a des tas d'autres choses auxquelles on pourrait réfléchir.

Un élément me semble pertinent. Je ne suis pas du tout spécialiste financier. Je suis un micro-économiste et je réfléchis à la microéconomie.

Dans le système financier, les coûts de transactions sont assez grands. Il y a des tas de problèmes d'informations asymétriques et l'équilibre se forme étant donné le contexte. Des éléments sont sous-jacents. Je me demandais : qu'est-ce qui, dans les derniers dix ans, vingt ans, a changé de façon très profonde ? Je pense que c'est *ICT (Information & Communication Technology)*.

Je suis aujourd'hui capable, en un instant, de transférer des milliards d'un endroit de la planète à l'autre.

Une petite idée me vient de mon voisin qui est médecin. J'habitais en Allemagne et je me suis mis le plus proche possible de la France à côté de Strasbourg. J'ai un très bon ami médecin, qui est professeur à l'hôpital de Strasbourg.

Il me téléphone il y a quelques mois : « *Dominique, un trader de New York m'a appelé, qui voulait me vendre des stocks de Yahoo* ». Pour ceux qui connaissent, c'était fin octobre de l'an dernier. Il me demande ce que j'en pense : « *Devrais-je acheter ou pas ? Est-ce une bonne idée ?* » Je lui ai répondu que si c'était réellement une bonne idée il ne lui aurait pas téléphoné de New York mais qu'il aurait trouvé quelqu'un d'autre à qui vendre à New York.

Je pense que cela reflète en même temps un problème. Un collègue économiste, qui donnait une *presidential address* à l'association américaine des économistes au début de l'année, disait qu'au travers de ces changements en coûts de ICT et *communication technology*, on est d'un coup passé, si l'on pense à l'environnement de la finance, du village où tout le monde se connaît à la grande ville où il y a énormément d'anonymat. Des tas de mécanismes auxquels on n'a pas réfléchi faisaient que, dans le village, cela fonctionnait bien. Par exemple, l'effet de réputation.

Quand le *trader* de New York appelle une personne à Strasbourg pour un mauvais *deal*, cela n'affecte aucunement sa réputation sur la place financière de New York.

Je n'ai aucune idée de comment changer cela. Je dis simplement qu'il faudrait essayer de réellement comprendre ce qui est sous-jacent qui a causé cette crise. Si l'on ne comprend pas cela, je ne pense pas que l'on puisse, d'une façon ou d'une autre, régler correctement.

Vis-à-vis de cela, deux petites remarques.

Une première remarque formelle. Madame MERKEL avait suggéré avec son ministre des Finances d'introduire une taxe sur certaines transactions financières. D'une certaine façon, rehausser un coût de transaction.

L'argumentation qu'elle avait donnée n'est pas, à mon sens, très bonne parce que l'idée était simplement de dire que ces affreux banquiers ayant causé cette crise, on va les taxer pour qu'ils nous aident. Je ne pense pas que ce soit nécessairement une très bonne idée de ce point de vue, mais du point de vue de ce que je vous ai indiqué tout à l'heure, le coût de transaction très bas, ce n'est pas nécessairement une mauvaise idée. Il faudrait y réfléchir.

Je ne sais pas si c'est bien ou si c'est mauvais. J'aurais tendance à penser, du point de vue du micro-économiste, que c'est peut-être une avenue à explorer.

A long terme, je pense qu'il faut, oui, repenser la réglementation. Je pense qu'il y a réellement un problème de gouvernance, mais qui commence au niveau politique. Je pense que l'on ne sait pas très bien comment l'approcher parce que cela nécessite de régler le système au niveau planétaire.

Même si 95 % des pays sont réglementés, si 5 % ne le sont pas, des tas de flux d'argent iront vers ces 5 %. On comprend cela tout de suite. Les coûts de transaction sont devenus très bas de ce point de vue. Il y a là réellement un problème de gouvernance politique. Sans le régler, je ne pense pas que l'on pourra régler le problème.

(*Applaudissements.*)

M. Eric BROUSSEAU.- Merci beaucoup, Dominique.

Je vais maintenant passer la parole à Bruno DEFFAINS qui, je vous l'indiquais, est un des pionniers de la réflexion très intriquée entre droit et économie en France. Il va revenir sur les problèmes plus généraux de conception des normes juridiques pour essayer de réguler l'économie et sur la complexité des problèmes auxquels on est confronté.

M. Bruno DEFFAINS.- Merci beaucoup. Si vous êtes prêts à rester jusqu'à minuit, on peut avoir une petite chance d'effleurer la question. (*Sourires.*)

Je vais prendre un angle d'attaque un peu différent parce que l'on a mis les banquiers sur la sellette, mais il me semble qu'ils n'ont pas été les seuls à l'avoir été depuis quelques mois et que les économistes tiennent une bonne place dans le discours populaire.

Vous avez accueilli mon collègue Dominique DEMOUGIN avec vos applaudissements et peut-être a-t-on ici une petite chance d'être écoutés.

Je voudrais souligner fondamentalement la critique qui a consisté à souligner l'incapacité à prévoir, à prévoir la crise, à prévoir les événements que l'on a été amenés à subir.

Bien entendu, on peut toujours répondre que cette incapacité est un peu inhérente à une économie de marché fondée sur le risque, fondée sur la complétude des relations contractuelles. Pour autant, je pense que l'on ne va pas abdiquer nécessairement. Je crois qu'il nous faut développer une aptitude à juger les conséquences de nos actes, de nos projets économiques, puisque c'est de cela dont il s'agit, de manière générale à essayer d'anticiper l'efficacité du fonctionnement de ces institutions de marché.

Il existe à mon avis un moyen de rendre l'avenir prévisible : l'usage de règles de droit qui imposeront des normes de conduite et nous donner de ce fait peut-être un peu d'espoir pour avoir des comportements prévisibles.

Cela suppose bien entendu que ces règles soient respectées. La crise, me semble-t-il, qui a commencé avec les *subprimes*, avec la violation de règles qui obligent le débiteur à s'acquitter de ses dettes, nous prouve manifestement que si le capitalisme est très riche de règles de toutes sortes, les règles en question n'ont en définitive pas les résultats escomptés, tout simplement parce que de nombreuses règles ne sont pas respectées.

Il me semble de ce fait que les leçons de la crise posent la question bien entendu de la régulation de la finance, mais plus généralement du rapport des acteurs économiques à la règle légale, à la règle réglementaire. Je ne vais pas rentrer ici dans une distinction trop subtile entre réglementation et droit, mais c'est, d'une façon générale, cette question qui est posée.

La crise que nous traversons a démontré que la plupart des agents ont contourné un nombre incalculable de dispositifs légaux ou institutionnels.

La question n'est donc pas tant - je crois que cela déjà été dit - de superposer de nouvelles règles à celles déjà existantes, mais d'imaginer de faire mieux, c'est-à-dire de reculer les limites de la régulation telle qu'on la conçoit aujourd'hui.

Clairement, c'est une des conditions évidentes du retour de la confiance sur les marchés. Nous sommes là pour parler du FIDES et je crois qu'il est inutile d'insister sur cette dimension.

Le débat que je propose d'ouvrir est le suivant : comment promouvoir cette efficacité dans le respect des normes légales ?

A mon sens - c'est ce que j'essaierai de développer ce soir -, il existe quatre moyens principaux. Je vais juste esquisser un certain nombre de points, quitte à revenir sur des choses évoquées ce soir par certains orateurs.

♦ Le premier moyen est la qualité de la règle elle-même. Cela vous semblera relativement banal : « *Il enfonce des portes ouvertes* ». Je crois que cette qualité est une des conditions pour rendre le comportement prévisible.

Pourquoi ? La règle devrait pouvoir tenir compte de la capacité des personnes qui sont concernées à s'y plier. C'est simple. Il existe de nombreux domaines dans lesquels ces objectifs sont recherchés, et je crois que l'on a évoqué la circulation automobile qui est typiquement un bon exemple.

L'obligation de rouler à droite a pour objectif, au moins dans nos pays, de rendre les comportements prévisibles. Cela ne sert pas à satisfaire des principes jugés supérieurs. Je ne crois pas que l'on décide de rouler à gauche ou à droite pour des raisons philosophiques ou religieuses. Je laisse bien entendu le débat ouvert, mais je ne pense pas que ce soit fondamentalement cette raison qui nous amène à ce type de contrainte.

Or, c'est précisément ce type de contraintes que nous recherchons. Vous allez voir où je veux vous amener : on peut, à mon avis, souvent analyser les conditions qui provoquent le manquement à la règle en deux temps.

Dans un premier temps, la personne concernée par la règle de bonne conduite dont je suis en train de parler perd le contrôle de la situation sans qu'aucun manquement direct à la règle ne se produise.

L'individu qui a consommé trop d'alcool, que vous aviez dans la voiture, a perdu une partie de ses capacités à respecter les règles de la circulation routière, mais il n'a, pour l'instant, encore tué personne. Il a juste un peu trop bu.

L'individu qui signe un contrat de prêt n'a commis aucune violation, aucune violation de la règle, mais il a déjà perdu la maîtrise de la situation. Je pense que ce que l'on a vu est typiquement cela, avec des phénomènes de mimétisme dans les comportements ; il y a beaucoup de littérature passionnante sur cette question.

C'est précisément à ce second niveau, dans ce second temps, à ce stade, qu'il lui est conseillé d'avoir le goût du risque.

Imaginez-vous inviter l'automobiliste ivre mort à prendre le volant en ayant le goût du risque ? Bien entendu, non. C'est quelque chose de simple. C'est précisément ce que l'on a fait dans le domaine des crédits, dans le domaine de la finance : on a encouragé le goût du risque exactement comme si l'on avait encouragé l'automobiliste à monter dans sa voiture ivre mort et à prendre le volant. Quelque chose semble dérisoire, mais c'est exactement le type de phénomène auquel on a été confronté. Je crois fondamentalement que le capitalisme tel qu'il fonctionne aujourd'hui a peut-être un peu trop tendance à ignorer ce premier moyen de se prémunir contre l'irrespect des règles de droit.

♦ Le second moyen, au-delà de la qualité intrinsèque de la norme, est bien entendu l'effectivité. Je suis un peu chargé de faire la transition entre les économistes et les juristes.

Pour qu'une règle de droit soit efficace, il ne suffit pas qu'elle soit légitime, il ne suffit pas qu'elle soit juste. Il ne suffit pas qu'elle ait été adoptée dans les formes qui soient juridiquement requises par les autorités compétentes. Encore faut-il qu'elle soit correctement et effectivement appliquée par ses destinataires. Pour cela, il faut au préalable que ces derniers l'aient jugée acceptable.

Ce que les théoriciens du droit appellent, me semble-t-il, l'effectivité, le fait que les prescriptions énoncées dans une norme soient vraiment respectées.

C'est à la fois un aspect et une condition essentielle de l'efficacité puisqu'une règle mal appliquée, on l'a vu, est une règle par définition inefficace. C'est là que le dialogue entre l'économie et le droit a toutes les chances d'être fructueux.

Certes, il existe dans toutes les branches du droit et à tous les niveaux de la hiérarchie des normes, des règles inefficaces parce que perçues par leurs destinataires comme inapplicables, inopportunes, inadaptées, mais une telle situation, si elle n'est pas nouvelle, paraît aujourd'hui encore plus inadmissible dans les conditions que nous connaissons, encore plus préjudiciable à l'autorité de l'auteur de la norme et à la crédibilité globale du système juridique.

Je crois que c'est aussi une des conséquences importantes de la crise qu'il convient de discuter.

Les normes d'origine étatique peuvent d'autant moins se permettre d'être inefficaces qu'elles se trouvent désormais confrontées à une concurrence. Mon collègue a évoqué la *race to the bottom*, la course, la compétition entre les normes juridiques. Je crois que nous avons là un impératif évident.

Comment faire pour aller dans ce sens ? Je retourne de nouveau dans l'objet de FIDES et des projets qui ont été évoqués au départ. Il semble indispensable d'intervenir à deux moments successifs : en amont de réflexion de la norme puis en aval de celle-ci.

En amont lors de l'élaboration, il est indispensable d'éviter les lois trop nombreuses au contenu trop général et aux prescriptions obscures, incertaines, exagérément complexes. Nul n'est censé ignorer la loi, certes, mais à condition qu'elle-même réponde aux obligations d'accessibilité et d'intelligibilité.

Il ne suffit pas, bien entendu, d'agir en amont. Il faut également agir en aval une fois la règle mise en application, et notamment en instaurant des procédures d'évaluation *ex post* – ce n'est pas la culture que nous avons, c'est une culture à développer – qui permettent de retoucher les dispositions légales et de mieux les adapter aux dispositifs de la réalité.

Il me semble de ce point de vue intéressant de remarquer que la crise a trouvé son origine dans une consommation soutenue par l'endettement, accompagnée d'un vaste mouvement d'innovations financières. Cela a été dit, les régulateurs ont passé leur temps à courir après les innovations, à courir sans jamais réussir à rattraper avec des règles appropriées.

Que les raisons tiennent à la faillite du régulateur, à la collusion des intérêts ou à la capture – je crois que mon voisin de gauche en parlera –, ce sont clairement ces questions qui ont été mal abordées, mal traitées aussi bien en amont qu'en aval de mon point de vue.

♦ Le troisième point concerne bien entendu – vous allez me dire : comment faire respecter la norme, comment avoir des règles efficaces ? – la sanction.

Il s'agit de la sanction au sens le plus large du terme parce qu'elle exerce une pression constante en faveur du respect des règles de droit. Elle suppose bien entendu que des droits aient été définis. La sanction en elle-même consistera souvent en une réduction de ces droits.

On a là aussi, bien entendu, un souci parce que l'on observe que l'attribution des droits, la modification des droits est souvent critiquée parce qu'elle suppose une intervention étatique, voire une atteinte au bon fonctionnement du marché dans certains cas.

Elle suppose bien souvent de modifier les stratégies des acteurs par rapport à un fonctionnement libre et sans contraintes, mais ce n'est pas possible dans la mesure où – ce que j'ai envie d'évoquer là, mais c'est plutôt pour la discussion – tous ces débats autour du modèle français auraient peut-être mieux résisté dans la tourmente que d'autres modèles. Je ne sais pas si c'est là qu'il faut voir les choses, mais, clairement, le retour de l'Etat régulateur apparaît comme une nécessité.

Il s'agit bien entendu de restaurer le système bancaire. Vaut-il mieux discuter sur les fonds propres des banques ou sur un retour au modèle du Glass-Steagal Act ? Ce n'est pas mon domaine de compétence privilégié et je ne trancherai pas, mais c'est clairement à ce niveau qu'il convient d'agir.

On le voit dans d'autres domaines. Les progrès qui ont été faits dans le domaine de la politique de la concurrence, du droit de la concurrence ont été absolument considérables. Au prix de multiples adaptations, en particulier dans la définition des sanctions, je crois que l'on pourrait s'inspirer de ce qui se passe parfois dans certaines sphères du droit pour progresser dans d'autres, en particulier dans la sphère de la réglementation financière.

♦ Le quatrième et dernier point que je voudrais évoquer sont les moyens, les moyens de produire le droit, les moyens de construire un système juridique efficace. Je pense au fonctionnement de la justice.

Concrètement, l'idée est qu'il ne convient pas simplement de s'interroger sur le contenu des normes à gauche ou à droite. Il faut aussi s'interroger sur les conditions de mise en œuvre des règles, avoir des conditions de mise en œuvre à la hauteur. Une justice de qualité est nécessaire pour avoir des règles efficaces, ce qui pose en particulier le problème de l'accès à la justice.

Pour résumer, je crois que tout ceci implique d'aider ceux qui sont en difficulté.

Je ne vous apprendrai pas que cette attitude est souvent déconseillée dans le système économique. On y voit une mise en défaut de la concurrence, de l'assistanat, du sauvetage des canards boiteux. C'est pourtant une des conditions *sine qua non* de la réduction du coût social des risques à travers des mécanismes de prévention qui doivent contribuer à assurer un système juridique efficace.

C'est une des conclusions majeures – on n'est pas là pour faire un cours d'économie du droit, mais de l'analyse économique du droit – des travaux qui se développent depuis une bonne trentaine d'années maintenant.

L'investissement dans les institutions légales ne doit pas simplement être vu comme un coût, comme une perte pour la société. C'est quelque chose qui rapporte.

Sans être keynésien primaire, il y a des effets multiplicateurs, y compris dans le fait d'investir dans la bonne qualité institutionnelle.

Voilà en gros le type de discussions qu'il me semble important d'engager. Je ne peux m'empêcher de terminer – ce n'est pas une boutade mais simplement peut-être une mise en perspective – en observant que toutes les crises font éclater des paradoxes.

Je suis en train de vous dire qu'il faut investir les ressources dans les institutions, dans le droit en particulier. Il me semble que les efforts consentis depuis bientôt une année l'ont été surtout pour soutenir le système bancaire. Le paradoxe est qu'à l'arrivée, j'apprenais pas plus tard que la semaine dernière que le principal intermédiaire pour l'endettement des

Etats-Unis était Goldman Sachs. J'ai le sentiment que si certaines banques ont été mises sur la sellette, on observe tout de même à l'arrivée un renforcement de certaines d'entre elles, et cela a d'ailleurs été dit.

Concrètement, cela me dérange de voir les moyens de la collectivité renforcer encore un peu plus le pouvoir de ceux qui sont mis sur la sellette alors même que le message de la théorie économique serait plutôt globalement de dire : « *Mettez le paquet sur les moyens de construire un système juridique de qualité, efficace, performant et respecté* ».

Il est un peu dérangeant de conclure sur cette remarque, mais je n'irai pas plus loin.

(*Applaudissements.*)

M. Eric BROUSSEAU.- Merci beaucoup.

Je passe maintenant la parole à Eric DEZEUZE qui est un des spécialistes français du droit pénal des affaires et aussi un praticien. Il va nous parler de la manière dont il conçoit la capacité des régulateurs à réguler tant les produits que les comportements des acteurs.

M. Eric DEZEUZE.- Je vous remercie. C'est en effet un point de vue très concret et pratique que je vais essayer de vous livrer et les quelques réflexions que les praticiens ont pu constater quant à l'intervention des régulateurs durant la crise presque passée.

Une chose est très marquante. On a pu constater une assez bonne efficacité des mesures de sauvetage. Les banquiers centraux sont massivement intervenus, ont apporté des liquidités. Si, comme le faisait M. CICUREL, on les inclut dans les régulateurs, on peut considérer qu'une fois la crise apparue il y a eu une forme d'efficacité de ces régulateurs sur le terrain du sauvetage.

Quant aux autres fonctions de la régulation que sont justement l'édition et l'application de la norme, que sont également le contrôle donc la prévention éventuelle des risques et puis, lorsque des acteurs ont fauté, les sanctions, on a l'impression que ces régulateurs sont peut-être restés beaucoup plus timides, ont en tout cas été beaucoup moins visibles.

Je me contenterai d'exemples français, car c'est hélas ma seule expérience, et je me focaliserai peut-être un peu trop sur le régulateur boursier qui est l'Autorité des marchés financiers.

Lorsque l'on voit, et ce sera le premier trait de mon propos, ces interventions du régulateur qui peuvent paraître timides et relativement restreintes, nous avons quelques exemples d'interventions parmi lesquelles nous avons eu très peu d'interventions normatives au cœur de la crise.

Une intervention me vient assez naturellement à l'esprit : celle de l'Autorité des marchés financiers qui a souhaité interdire les opérations de ventes à découvert sur toute une série de titres d'institutions bancaires ou financières. C'est un des rares exemples, je crois, que l'on ait eu de véritable intervention, très nette : interdiction d'opération par le régulateur boursier.

On a également eu une intervention intéressante, conjointe, du régulateur boursier mais également du régulateur bancaire, l'Autorité de contrôle des assurances, de la commission bancaire et du Conseil national de la comptabilité qui ont rappelé les modalités

du traitement comptable de certains instruments financiers dans les comptes. Il y a eu un rappel, peut-être un petit changement de doctrine sur les modalités d'évaluation des actifs financiers. On s'est détaché de la valeur de marché pour peut-être intégrer des considérations propres à une valeur sur des marchés asséchés. Là aussi, intervention intéressante où les régulateurs ont accepté une forme d'assouplissement des méthodes de valorisation pour tenir compte de la crise.

Sortis de ces quelques interventions, guère plus sur le terrain de la réglementation de la régulation à proprement parler.

On a également pu remarquer quelques interventions destinées à protéger le public contre certains titres toxiques. Nous n'allons pas parler des titres qui sont au cœur de la crise, essentiellement des produits de titrisation ou des fameux CDS de ces *credits defaults swaps*, mais plutôt d'une intervention récente de l'AMF et du CECEI, c'est-à-dire du régulateur des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, du 14 mai 2009 où un avertissement a été produit sur les CFD (*contract for difference*). On voit que les régulateurs ont la possibilité d'attirer l'attention du public sur des dangers liés à des produits financiers.

19 mai 2009 : la crise a commencé, je crois, avec des produits tout à fait identifiables voici plus de deux ans.

Autre forme d'intervention des régulateurs : la possibilité de procéder à des contrôles, à des enquêtes. Avec une difficulté d'identification, certes, dans la mesure où, notamment le régulateur bancaire, la commission bancaire, l'AMF sont tenus à une stricte obligation de confidentialité, de secret professionnel qui rend assez difficilement identifiables les enquêtes en cours, mais on a pu, par la politique de communication de certaines de ces autorités, je pense notamment à l'AMF, apprendre que des enquêtes étaient en cours sur l'information financière diffusée par certains établissements cotés au sujet de leur exposition au risque ou sur le retard qu'avaient eu certains établissements bancaires cotés à informer le public sur leur exposition au risque et à diffuser des annonces sur résultat, des *profit warnings*.

Il y a certainement eu quelques enquêtes, mais l'AMF n'a guère parlé que de trois établissements bancaires cotés qui avaient pu être sujets à de telles enquêtes en tout début de l'année 2008.

Autre forme d'intervention du régulateur : la possibilité bien entendu de sanctionner les comportements déviants.

Là, la crise financière n'a pas véritablement donné des exemples de sanction. Il faut aussi comprendre les limites de l'exercice. Nous sortons, espérons-le, à peine de cette crise. On rentrera dans des processus quasi judiciaires. L'Autorité des marchés financiers, la commission des assurances, la commission bancaire ont des possibilités de sanctionner les manquements à la réglementation. Ces procédures ont en général une certaine durée, sans parler bien entendu des procédures judiciaires où il y a un décalage de plusieurs années entre la commission de manquement et l'aboutissement devant la juridiction qui aura vocation à sanctionner.

Si l'on regarde les décisions de sanction qu'a pu rendre l'Autorité des marchés financiers en « connexité » en quelque sorte avec la crise financière, on ne voit guère qu'un prestataire de service d'investissement qui a été sanctionné pour avoir présenté certains de ces OPCVM. Elle avait présenté des OPCVM monétaires comme assez peu risqués et les avait

commercialisés en présentant une très faible exposition au risque alors que ces OPCVM avaient engrangé les fameux produits toxiques de la crise des *subprimes*.

Un constat en quelque sorte assez décevant, qui traduit une action en demi-teinte du régulateur, avec malgré tout les réserves liées à la faculté qu'ont les observateurs.

Je le répète, les régulateurs travaillent avec une obligation de secret professionnel, avec même une nécessité d'intervention dans la discrétion. On pense aux difficultés qu'a connu une très grande banque confrontée à une fraude l'ayant conduite à acter des dégradations d'environ 5 Md€

Des positions devaient être débouclées sur les marchés. Cela a pris trois jours à une banque pour pouvoir déboucler ces positions, en totale coordination avec l'Autorité des marchés financiers et avec la commission bancaire dans la plus totale discrétion, dans le plus total secret et, semble-t-il même, sans que le gouvernement en ait été informé, ce qui a pu être reproché à l'établissement en question.

Il ne faut donc pas trop s'étonner de ne pas avoir une grande manifestation, une grande visibilité de l'activité du régulateur. C'est peut-être lié à une forme de « chiffre noir » de la régulation si l'on peut prendre cette métaphore employée à la criminologie.

On peut en revanche se demander si, en dépit de cette discrétion, le régulateur n'avait pas vocation à faire mieux et s'il était véritablement confronté à des limites du champ de la réglementation qui lui interdisaient de se livrer à de meilleurs contrôles, voire d'anticiper les risques.

La question se pose notamment de savoir s'il n'existe pas des trous noirs de la régulation qui sapent l'efficacité du régulateur. Ceci a été largement avancé, je crois que vous l'avez évoqué, madame. On a notamment fait valoir qu'une grande partie des établissements porteurs des risques qui ont été sauvés étaient hors du champ de la régulation, n'étaient pas notamment des établissements bancaires à proprement parler relevant de la régulation des régulateurs bancaires, et notamment en France de la Banque de France.

Cette réflexion mérite d'être prolongée parce que l'idée n'est pas tout à fait exacte. D'abord, toute une série d'établissements qui, certes, n'avaient pas le statut d'établissement bancaire, étaient néanmoins des filiales d'établissements bancaires. On sait notamment que la commission bancaire dispose aujourd'hui de facultés de contrôles dits consolidés. La commission bancaire peut parfaitement contrôler des banques et des établissements de crédit, mais également contrôler l'intégralité des établissements que contrôle cet établissement de crédit.

Ces établissements relèvent *a priori* du champ d'intervention du régulateur.

Il y a également eu des formes de retour au bercail d'établissements non régulés qui, pour des raisons techniques, pour des raisons comptables, portaient des risques de ces banques à travers des véhicules d'investissements non consolidés, non régulés, mais que les établissements bancaires ont été obligés de réintégrer dans leurs actifs notamment pour des questions de réputation pour ne pas donner l'impression que des produits distribués par des véhicules qui, certes, n'étaient pas comptablement intégrables au groupe, méritaient néanmoins d'obtenir le soutien de l'établissement bancaire.

Là encore, ce retour au bercail a fait que les établissements en question ou les véhicules en question revenaient dans le champ d'investigation du régulateur.

Surtout, la question peut se poser de savoir si le régulateur français n'a pas été victime d'une sorte de « trou noir » de la réglementation propre aux produits toxiques ou aux produits potentiellement toxiques.

Là encore, la réglementation n'aurait pas vocation à se saisir de ces produits dans la mesure où ils ne sont pas des produits réglementés ou des produits négociés sur les marchés réglementés.

Là aussi, c'est un des diagnostics de la crise : les produits américains les plus toxiques, les fameux CDO, les CDS, les RNBS, c'est-à-dire des titrisations de crédits sur l'immobilier ne faisaient pas l'objet d'une réglementation. Ils ne faisaient pas l'objet de négociations sur les marchés réglementés.

Il faut toutefois être conscient du fait que, quand bien même il n'existait pas de marché ayant vocation à appréhender le fonctionnement de ces produits, ces produits sont là encore revenus au bercail en étant notamment réintégrés dans des OPCVM, en étant réintégrés dans des portefeuilles gérés par des acteurs régulés sur lesquels pesaient notamment des devoirs d'évaluation de leur risque ou des devoirs d'information de leurs clients, de sensibilisation de leurs clients aux risques liés à ces produits.

Ce n'est donc pas simplement parce qu'un tel produit n'était pas régulé qu'il échappait pour autant au pouvoir de contrôle du régulateur à travers justement ces acteurs.

On comprend que les prétextes qui ont pu être avancés pour expliquer que les régulateurs ne bénéficiaient pas des moyens les plus efficaces pour appréhender soit certains acteurs, soit certains produits n'étaient pas tout à fait pertinents.

On remarquera d'ailleurs que l'un des moyens mis en avant aujourd'hui par l'Autorité des marchés financiers pour retrouver un peu la main et être capable de réintégrer dans le champ de la régulation ces produits réputés toxiques est le vecteur de la distribution de la commercialisation des produits éventuellement non régulés.

Comme les acteurs de cette distribution et de cette régulation sont eux-mêmes des acteurs régulés, notamment dans son plan stratégique pour les années à venir, l'AMF a décidé de mener une attention toute particulière sur la surveillance de ces acteurs réglementés en considérant que ce serait également le moyen de surveiller des produits qui, peut-être, ne seraient pas eux-mêmes régulés ou négociés sur des marchés réglementés.

Une des dernières considérations qui peut être avancée est la timidité relative des autorités de régulation sur la question des rémunérations. On en a parlé, les débats passés ont permis d'exposer que cette question n'était peut-être pas au cœur de la crise financière, quoi que.

Lorsque la rémunération est justement une incitation à la prise de risque, il faut se demander s'il ne faut pas asseoir les modalités de cette rémunération sur des conditions qui peuvent limiter la prise de risque en question.

On sait que ceci a donné lieu à des réflexions à la fois au dernier sommet du G20 mais également des régulateurs européens.

L'Autorité des marchés financiers s'est jusqu'à présent contentée d'aborder la question sur le seul terrain de la rémunération des dirigeants d'entreprises cotées. Peut-être cette réflexion doit-elle être poussée quant à la rémunération des opérateurs de marché, des *traders* pour employer cet anglicisme, et peut-être aussi de manière plus vaste, et je ne crois

pas que la réflexion soit portée, y compris au sein des organes internationaux de régulation, quant à la rémunération des gestionnaires de portefeuilles.

C'est une des questions de savoir si, à travers cette rémunération, les gestionnaires de portefeuilles ne sont pas poussés vers des produits présentant beaucoup plus de rendements, sur lesquels leur rémunération est assise, qui exposent bien entendu l'investisseur à beaucoup plus de risques.

Les régulateurs ont peut-être été confrontés à des « trous noirs » de la régulation, mais ces « trous noirs » sont réductibles et il y a des moyens pour eux de reprendre la main à la fois sur les acteurs et sur les produits pour peut-être essayer de mieux prévenir les futures perturbations des marchés financiers.

(Applaudissements.)

M. Eric BROUSSEAU.- Merci beaucoup. Je passe la parole pour une dernière intervention à Bertrand du MARAIS, conseiller d'Etat et professeur associé à l'université Paris Ouest, qui va nous parler des questions de capture potentielle du régulateur. Le régulateur a des moyens, mais est-il capable de les utiliser ?

M. Bertrand du MARAIS.- Merci beaucoup, Eric. J'ai compris dans le cheminement de cette table ronde que l'on partait du plus compétent au moins compétent et je suis donc extrêmement content de clôturer ces interventions. *(Sourires.)* J'interviens évidemment à titre personnel et académique en tant que professeur associé et codirecteur avec Eric BROUSSEAU du Master droit économique.

Je voudrais au passage remercier nos coorganisateur, à savoir PRESAJE. Je ne peux m'empêcher de mesurer le chemin parcouru depuis la conférence que nous avons organisée le 12 décembre 2007, qui était d'ailleurs, si vous vous souvenez, la première conférence, me semble-t-il, à très haut niveau avec le gouverneur de la Banque de France et Michel PRADA sur la question de la crise financière.

Compte tenu du temps je serai bref et je vous renverrai assez lâchement à un article que j'ai fait dans le dernier rapport moral sur l'argent dans le monde de l'Association d'économie financière que j'avais appelé « Crise de la régulation ou capture du régulateur » et aussi aux travaux que nous avons faits dans le cadre du programme « attractivité économique du droit » sur les agences de notation.

Je voudrais vous proposer une réflexion – très classiquement pour un juriste – en deux temps. C'est plus de l'ordre de l'intuition que je ne démontrerai pas devant vous, mais je vous renvoie à l'article, une sorte de méta-explication de la crise par cette notion de capture des régulateurs.

Je vous proposerai d'en dégager un constat et quelques recommandations sur l'intérêt de développer, en France et au niveau européen, une recherche active telle que nous essayons de la développer dans le cadre de FIDES avec, j'espère, votre concours.

Cette méta-explication, il me semble qu'il y a eu – certains l'ont rappelé – un phénomène de capture des régulateurs. Pourquoi des gens aussi nombreux, aussi intelligents, se sont-ils trompés aussi longtemps ?

Je voudrais faire appel à la notion de capture au sens de Stigler, cet économiste de la concurrence, qui démontrait qu'il était plus intéressant, plus efficace pour un cartel de

capturer le régulateur plutôt que de monter un cartel compliqué à mettre en œuvre, toujours coûteux et toujours fragile.

Il me semble que ce qui s'est développé dans les dix ou quinze dernières années est ce phénomène de capture.

Le vecteur de la capture a été le développement, me semble-t-il, de deux notions : la notion d'autorégulation et la notion de désintermédiation du financement de l'économie.

C'est d'ailleurs un sujet qui ne semble pas avoir été abordé. Finalement, le modèle des marchés désintermédiés ou plutôt du financement de l'économie de façon désintermédiée était-il le bon ?

L'objectif, me semble-t-il, était une intégration verticale très classique de l'industrie bancaire et financière autour de plusieurs instruments, des standards juridiques, des contrats, une approche aussi d'un certain nombre de transactions, des standards institutionnels. Le régulateur tel qu'on l'a vu se développer dans les années préalables, en tout cas sur le modèle de la SEC, et une standardisation aussi des produits financiers.

On l'a vu très nettement, me semble-t-il, à travers l'action des agences de notation qui étaient un des éléments de cette intégration verticale. Vous ne pouvez être noté si vous n'utilisez pas le bon droit, les bons montages, les bons contrats qui sont seulement compréhensibles par les bons avocats et les bons comptables et qui sont finalement d'ailleurs proposés par les bonnes banques de financement et d'investissement.

Ceci représentant l'ensemble de ces éléments de l'intégration verticale, reposant encore une fois sur une même philosophie renvoyant à l'autorégulation et à la désintermédiation.

Autorégulation qui permet par ailleurs de constituer des barrières à l'entrée puisque quel meilleur mécanisme d'exclusion de nouveaux entrants qu'un club qui fixe ses propres règles, les met en œuvre, etc. ?

S'agissant des modalités, je reprendrais la distinction très éloquente et en même temps très subtile que Michel PRADA nous avait fait l'honneur d'utiliser lors d'une de nos conférences. Les modalités cette capture ont été de deux ordres : une capture « utilisation » des régulateurs américains et britanniques par leur industrie locale et une capture « neutralisation » des régulateurs européens.

Par quels moyens ? C'est là que l'on arrive à la méta-explication. Me semble-t-il, par le moyen d'une démonstration scientifique de la supériorité de ces deux modèles désintermédiation financière et autorégulation, qui a permis de convertir tous ces régulateurs, car c'était une vérité.

Il n'y a pas de bon financement d'économie s'il n'est pas désintermédié et il n'y a pas de bon fonctionnement des marchés financiers s'ils ne sont pas dérégulés ou en tout cas le moins régulés possible.

Cette démonstration a été menée par des économistes de renom depuis une quinzaine d'années.

Faut-il brûler les économistes ? Non. Je proposerais de ne pas les brûler tous (*sourires*), d'où ma deuxième partie qui est un constat et quelques recommandations. Ceux qu'il ne faut pas brûler sont d'ailleurs clairement ici !

Le constat est que le débat théorique revêt un enjeu stratégique absolument considérable, un enjeu commercial et même un enjeu financier.

Démontrer scientifiquement que la *fair value* est vraiment un instrument efficace et le démontrer mathématiquement, pas de problème. Vous avez tous compris l'enjeu commercial, l'enjeu financier, etc.

Il me semble qu'il y a eu un manque dans les dix dernières années d'oppositions intellectuelles, d'oppositions théoriques – je souligne ce point – considérées comme crédibles par les responsables économiques, par les dirigeants privés, d'où l'importance stratégique, l'importance économique et aussi l'importance financière au niveau du *bottom line* des opérateurs financiers, des opérateurs industriels, etc.

Finalement, l'importance de financer des recherches rigoureuses, crédibles et variées, j'allais dire plutôt audibles.

Je reprends le point de M. CIGUREL en disant : « Finalement, comment arriver à contrebalancer cette emprise, absolument considérable, de ce modèle dominant ? ».

Pour citer un exemple, quand le président OBAMA, il me semble avant le G20 du mois d'avril, a présenté son plan, l'une des toutes premières mesures était la création d'un « défenseur du consommateur bancaire ». C'est seulement hier que la commission compétente du Sénat et son *chairman* Frank BARNEY s'est officiellement saisie du dossier parce qu'il n'était pas possible juste avant l'été de réunir la moindre majorité au sein de ce seul comité pour étudier la question et la mettre à l'ordre du jour, alors que c'est presque ce qu'il y a de moins douloureux pour l'industrie bancaire.

Je suis un idéaliste opérationnel. Je pense que le contre-pouvoir est aussi et peut-être surtout en amont à trouver ailleurs que dans la règle de la seule régulation, c'est-à-dire le face à face des régulateurs et des régulés, par un développement du débat public, soutenu par des analyses théoriques, rigoureuses, variées, d'où le petit paragraphe dans la présentation de FIDES de dire qu'il y a une nécessité de créer une offre – notamment européenne, c'est clair, mais qui peut aussi rejoindre certains de nos amis anglo-saxons – j'allais dire de modèle économique, de modèle de *policy design*, de *institutional design* alternatif d'un modèle qui, sur le fond, s'est avéré dominant.

Cette recherche doit être audible, c'est-à-dire accessible, compréhensible, c'est-à-dire opérationnelle pour les décideurs, et visible. C'est, je crois, le projet que nous menons à travers cette association, à terme cette fondation qui s'appelle FIDES.

Je vous remercie.

(*Applaudissements.*)

M. Eric BROUSSEAU.- Il nous reste quelques minutes pour avoir un débat avec la salle.

M. Anisse HATTOUM, banquier.- Je suis banquier. C'est dur à porter en ce moment. (*Sourires.*)

J'ai trois questions à vous poser, mais je voudrais auparavant insister sur le rationnement de crédit dont on a parlé tout à l'heure.

Personne ne s'est intéressé à la baisse de la demande de crédits par les consommateurs, les entreprises, personnes morales ou physiques. En tant que banquiers, nous avons vraiment une crise de la demande. Les médias ont tellement parlé de la crise que les personnes morales et les particuliers n'osent plus nous solliciter pour des crédits. Ce point est important.

Trois questions me paraissent pertinentes :

- Quel est le rôle des agences de notation dans la crise ? Je pense cette question très importante, à laquelle il faut s'intéresser.

- L'innovation financière est-elle aujourd'hui réglementée ?

- S'est-on intéressé à la gouvernance des régulateurs ? Qui est derrière les régulateurs ? Qui régule aujourd'hui le marché ?

M. Eric BROUSSEAU.- Merci, trois questions tout à fait passionnantes. La question du rôle des agences de notation, la question de la régulation de l'innovation financière et la question du contrôle des régulateurs, donc de la gouvernance des régulateurs, trois thèmes de colloque, trois thèmes de programme de travail pour FIDES pour les quinze prochaines années.

Plutôt que d'essayer d'avoir une réponse précise à chacune de ces questions, je vous propose de prendre une ou deux autres questions, et ensuite de terminer par un tour de table des intervenants qui piqueront les questions auxquelles ils préféreront répondre.

M. André DELION, Conseiller-maître honoraire à la Cour des comptes.- Ce n'est pas en tant que membre de la Cour des comptes que je veux dire quelques mots mais en tant que codirigeant et président du comité scientifique de la revue de Paris I qui s'appelle les Annales de la régulation et comme préparant un prochain colloque à la Sorbonne qui aura pour titre : « Les Etats face à la crise ». C'est vous dire le plaisir que j'ai d'être parmi vous et les remerciements que je vous adresse.

Madame SCIALOM l'a rappelé, la crise financière est actuellement considérée comme ayant pour cause une défaillance des régulations financières. Je voudrais dire qu'il ne faut pas généraliser.

Autrement dit, dans les limites de leurs compétences nationales, nos régulateurs français en particulier sont considérés – je m'en aperçois par les échanges que j'ai – comme exemplaires en comparaison aux Allemands ou aux Anglais par exemple. Il s'agit donc bien d'une part des lacunes du système de régulation américain qui a laissé dans le vide la plupart des instruments et la plupart des établissements, des institutions, des organismes, des entités qui sont à la base de la crise et d'autre part des défaillances des régulateurs. La SEC, c'est évident, mais les autres n'ont pas été brillants non plus. Au point que certains ont été remplacés et tous critiqués et certains, même présidents d'organismes comme celui de la SEC, démissionnés.

Je voudrais toutefois poser ma question en introduisant de cette façon, les régulateurs nationaux ont de sévères limites d'action.

D'abord, la crise financière n'a pu se développer que sur un terreau de crise économique qui aurait pu faire l'objet d'une régulation d'un autre type, mais d'une régulation. Il n'y en a pas eu. La liquidité excessive mondiale a permis les effets financiers, donc la crise.

Dans un grand nombre de cas, des mécanismes échappent aux régulateurs nationaux parce qu'ils sont de caractères mondiaux : les disparités de rigueur et les primes aux moins-disants réglementaires, la possibilité de fuir une législation sinon une juridiction comme le dit l'OCDE en matière de paradis fiscaux, la liberté des prix financiers, l'opérateur mondial du marché des spécialistes des opérations financières et donc de la rémunération, les différences d'autonomie des Etats dont on va s'apercevoir (on y a fait allusion) en matière de décision monétaire BCE versus FED et pas seulement FED, les effets, au-delà de leur frontière, du G2 qu'évoquait M. CIGUREL en matière économique et financière sur tous les Etats – et nous n'y pouvons pas grand-chose –, une disparité d'exigence de ratios européens, disparité de l'obligation de transparence, disparité de règles comptables, disparité de rémunérations.

C'est une vaste question, mais il faut se la poser. Au-delà des efforts du G20, comment assurer un certain nombre de régulations mondiales et lesquelles pour assurer l'efficacité de la régulation nationale ?

M. Eric BROUSSEAU.- Là encore, un vaste programme de recherche pour les trente prochaines années, pas simplement pour FIDES mais pour l'ensemble de la communauté des économistes, l'ensemble de la communication des juristes : comment construire des régulations mondiales qui permettent de gérer cette économie globalisée et ces systèmes financiers globalisés ?

Une dernière question et je passe ensuite la parole aux intervenants pour une brève conclusion.

Un Intervenat, avocat.- J'ai été très content d'entendre les réactions concernant les liquidateurs.

Quelque chose n'a pas tellement été évoqué : depuis une vingtaine d'années, on constate des accusations de plus en plus fortes des activités bancaires : dans les années 90 sur toutes les opérations de marchés qui ont été réalisées, et depuis quelques années non seulement sur les opérations de marché mais sur les activités de crédit. L'activité même que l'on appelle de risque opérationnel, c'est-à-dire les activités de la banque mondialisée qui transforment la banque en unité de régulation.

Je me demandais si ce n'était pas de la faute des recherches d'économie des professeurs d'économie qui transforment la banque en unité de régulation... (*Intervention inaudible*)

M. Eric BROUSSEAU.- La crise est-elle liée à l'économie ? Tout à l'heure, c'étaient les technologies de l'information. Je crois qu'il faut rappeler aussi ce que disait Laurence SCIALOM au début de son intervention : le problème n'est pas forcément d'accuser les acteurs. C'est de construire des systèmes avec les bonnes règles du jeu. Les règles du jeu de la finance d'aujourd'hui ne peuvent être celles du Moyen-Age. La technologie a changé, les acteurs ont sophistiqué leur comportement.

Nous sommes dans une salle avec un débat passionnant, mais il est vrai que le dîner approche, et surtout un cocktail vous attend à la sortie. Si l'on fait trop durer le débat, ce sera compliqué à gérer.

Je vais passer la parole une minute à chacun des intervenants pour qu'ils réinsistent sur un point sur lequel ils tiendraient particulièrement à revenir. L'objet de cette réunion est précisément de lancer des réflexions, de lancer des coopérations et, Michel CICUREL l'indiquait, il est important de poser des questions, et après on a du temps pour élaborer quelques réponses.

Laurence.

Mme Laurence SCIALOM.- Je suis pour le coup frustrée parce que j'avais des choses à dire sur chacune des questions posées, mais je vais faire vite.

Je prends la question sur la gouvernance des régulateurs. A mon sens, une tendance vers laquelle nous devons aller est une forte indépendance des régulateurs, mais couplée à une très forte responsabilité au sens *accountability*, le fait de rendre des comptes sur ce que l'on fait et sur ce que l'on ne fait pas, avec des systèmes encadrant l'activité des régulateurs de manière très stricte, comme on a pu le faire pour les banques centrales.

Cela n'a pas empêché Alan GREENSPAN d'avoir une politique laxiste, et il venait régulièrement rendre des comptes au Congrès. Il me semble que cet élément est important.

Je voulais réagir sur un autre élément : la question de monsieur sur les règles internationales. Il se passe actuellement en Europe quelque chose de très important : la mise en œuvre très rapide, quoi que sous une forme un peu édulcorée, du rapport de la Rosière.

On n'a jamais été aussi vite dans l'adoption d'un cadre qui permettra de gérer certaines choses, avec notamment un régulateur systémique en très forte proximité avec les banques centrales. Il me semble qu'une des failles des régulateurs a été quand l'on a créé l'indépendance des banques centrales, que l'on a souvent extrait la fonction de supervision des banques centrales. Cette crise a révélé la faillite des systèmes avec *memorandum of understanding*. Avec le FSA cela a été évident, la gestion du Northern Rock mais peu importe.

M. Eric BROUSSEAU.- Vous pourrez écouter la cinquième conférence de Laurence autour d'un verre de champagne. (*Sourires.*) Dominique Demougin.

M. Dominique DEMOUGIN.- La capture des agences de notation, absolument, je suis certain que c'est le cas.

Je ne pense pas que ce soit juste le réglementeur nord-américain. Je ne me permettrais pas de dire quelque chose sur le réglementeur français, il paraît qu'il y en a quelques-uns dans la salle. (*Sourires.*) Je vois que de grosses erreurs ont été faites du côté allemand et peut-être y en a-t-il eu aussi quelques-unes du côté français.

Une simple remarque pour conclure : les cinq grandes écoles américaines en *business* des Etats-Unis ont un budget plus grand que toutes les écoles de *business* du monde germanique ; j'inclus la Suisse, l'Allemagne, l'Autriche. On se demande parfois pourquoi ils ont tellement d'influence. Je dis que ce n'est pas tellement difficile à comprendre.

Harvard Business School a encore pour l'instant, après la crise, un budget de 900 M\$.

M. Bruno DEFFAINS.- Laurence évoque l'indépendance du régulateur. Je voudrais évoquer les moyens.

Cela répond en partie aux questions. C'est disproportionné. On est en train de comparer les budgets des *business schools*. La stratégie développée par l'ensemble des acteurs de marchés, en particulier dans le domaine de la finance, est le contournement. Les économistes parlent de l'évitement de la règle. Eviter la règle n'est pas gratuit. Cela coûte très cher et cela donne de l'avance à ceux qui la conçoivent.

Clairement, il faut rétablir un équilibre entre les moyens des régulateurs et les moyens de ceux qui cherchent à éviter.

On sait que ce n'est pas facile. Regardez le tour de France. Vous voyez ce que je veux dire : on retrouve parfois quelques seringues et on sait bien où est le problème, mais on a en réalité du mal à contrôler.

Pour terminer et vous inviter à réfléchir, je vous invite à relire Max Weber sur l'éthique du capitalisme et comprendre que, dans ces conditions, une bonne façon de comprendre ce que je dis et de contourner la règle est de parler d'éthique. L'éthique est souvent instrumentalisée. Plus on parle d'éthique, plus on cherche à contourner la norme. C'est une conviction vraiment forte, sur laquelle il faut méditer.

M. Eric BROUSSEAU.- Merci, Bruno. Eric Dezeuze.

M. Eric DEZEUZE.- Merci. Un mot sur l'innovation financière et son encadrement réglementaire.

Est-elle encadrée ? Est-elle réglementée cette innovation financière ? J'ai tendance à dire que cela dépend. Une innovation financière qui va se tourner vers l'épargne publique, l'appel public à l'épargne sur des produits nouveaux, oui, ce sera réglementé et ce sera nécessairement encadré.

L'innovation financière sur des produits négociés de gré à gré en dehors de marchés réglementés, non.

Une des voies en train d'être tracées est d'essayer à tout le moins, y compris pour les produits financiers innovants qui sont négociés de gré à gré, de créer une obligation ou en tout cas une forte incitation à négocier ces contrats, à dénouer ces contrats sur des chambres de compensation, donc à centraliser les transactions de manière notamment à créer une plus grande visibilité et peut-être à mieux appréhender les risques systémiques que peuvent induire ces produits. C'est en tout cas une des orientations vers lesquelles se dirige l'OICV, l'organe qui regroupe les régulateurs de valeurs.

M. Eric BROUSSEAU.- Bertrand du Marais.

M. Bertrand du MARAIS.- Merci beaucoup. Trois points très rapides sur les agences de notation.

Sur les agences de notation, une page de publicité : je vous renvoie au rapport que l'on a fait à la Documentation française fin 2006 début 2007 où l'on montre que les conflits d'intérêt en matière de titrisation – absolument évidents, je le dis au passage – ont paradoxalement comme effet de brider l'innovation.

Ensuite, l'innovation financière est-elle régulable ? Je crois qu'elle l'est, ne serait-ce que par des règles sur le fond de précaution qui font partie du mandat du régulateur.

J'en arrive à la dernière question : gouvernance des régulateurs internationaux ?

Oui, tout cela est extrêmement intéressant, mais quel modèle suivra le futur super, hyper régulateur qui sera seul sur l'ensemble de tous les pays et qui sera vraiment merveilleux ? A la limite, le problème est : quel est son modèle et ce modèle est-il *challengeable* ? Je vous renvoie à ce que j'ai dit tout à l'heure.

(Applaudissements.)

M. Eric BROUSSEAU.- Merci beaucoup, Bertrand.

J'avais dix minutes pour conclure ce colloque. Rassurez-vous, je ne vais pas les prendre. Je voudrais d'abord remercier nos partenaires de PRESAJE pour nous avoir aidés à organiser ce colloque qui illustre bien le projet que nous avons ici de réunir, au sein d'un forum, des académiques, des acteurs de la vie économique et sociale et des représentants des pouvoirs publics pour réfléchir à ces questions de régulation qui sont extrêmement complexes, qui font nécessairement appel à une réflexion pluridisciplinaire, à l'instar justement de ce qui a été honoré par le prix Nobel cette année où les deux lauréats sont des gens qui travaillent à la frontière du droit, de l'économie, des sciences de gestion et des sciences politiques.

Le projet FIDES est un projet en construction. L'idée est d'accueillir, au sein de ce projet, les initiatives, les coopérations, les propositions de coopération.

Nous sommes ouverts à toute prise de contact et à toute discussion pour aller plus loin et pour poursuivre les discussions que nous avons entamées ce soir qui portaient sur les thèmes de la régulation financière, mais il y a, au sein de FIDES, d'autres thèmes sur les questions environnementales, sur les questions sociales, sur les questions de globalisation, sur la concurrence entre les systèmes juridiques, sur la construction de systèmes internationaux de régulation.

Tous ces thèmes sont au cœur de FIDES et nous vous appelons simplement à venir construire avec nous ce projet.

Je termine simplement en remerciant chacun des intervenants pour l'expertise qu'il nous a apportée, et je vous invite à un pot pour terminer cette soirée autour d'une discussion et du cinquième exposé de Laurence.

(Applaudissements.)

(La séance est levée à 20 heures 15.)