



Institut Veblen
pour les réformes
économiques



LA CRISE FINANCIÈRE DE PART ET D'AUTRE DE L'ATLANTIQUE

COLLOQUE-AUDITION, ANIMÉ PAR CHRISTIAN CHAVAGNEUX, SOUS LA PRÉSIDENTE DE NICOLE BRICQ

OCTOBRE 2011

Bernard ANGELS, sénateur et co-rapporteur du groupe de travail de la Commission mixte Sénat-Assemblée nationale.

Bill BLACK, professeur d'économie et de droit à l'université du Missouri-Kansas City.

Nicole BRICQ, sénatrice et vice-présidente de la Commission des finances du Sénat.

Pascal CANFIN, député européen.

Christian CHAVAGNEUX, rédacteur en chef adjoint d'*Alternatives Economiques* et rédacteur en chef de la revue *L'Economie politique*.

James K.GALBRAITH, professeur d'économie à Lyndon B. Johnson School of Public Affairs de l'Université du Texas à Austin.

Jan KREGEL, chercheur au Levy Institute of Bard College.

Jean de MAILLARD, vice-président du tribunal de grande instance de Paris.

François MARC, sénateur et vice-président de la commission des finances du Sénat

Perry MEHRLING, professeur d'économie au Barnard College de l'université Columbia.

Jacques MISTRAL, directeur des études économiques à l'IFRI.

Pierre-Alain MUET, député membre de la Commission des finances de l'Assemblée nationale.

Jean-Paul POLLIN, professeur à l'université d'Orléans.

Robert WADE, professeur d'économie à la LSE.

Le 17 juin 2010, Nicole BRICQ, François MARC, Bernard ANGELS, et Pierre-Alain MUET, en collaboration avec l'Initiative pour Repenser l'Économie (IRE), programme de l'Institut Veblen, ont réuni un groupe d'experts américains et européens pour débattre de la crise et des réformes en cours des deux côtés de l'Atlantique.

Les débats ont été animés par Christian CHAVAGNEUX, rédacteur en chef adjoint du magazine *Alternatives Economiques*. Cette note présente les principaux points soulevés lors de cette journée.

Colloque organisé au Palais du Luxembourg avec l'aide gracieuse de ses services

Coordination : Agnès CARADOT (att. parlementaire) et Aurore LALUCQ (Institut Veblen)

Interprétariat : James BLACK et Karen TWIDLE

SOMMAIRE

SYNTHÈSE DES DÉBATS	3
----------------------------	----------

OUVERTURE DES DEBATS	6
-----------------------------	----------

INTERVENTION DE NICOLE BRICQ	6
-------------------------------------	----------

INTRODUCTION DE PIERRE ALAIN MUET	7
--	----------

INTERVENTIONS	8
----------------------	----------

JAMES GALBRAITH :

DE LA FRAUDE A LA CRISE DE LA DETTE	8
--	----------

DEBAT : JACQUES MISTRAL ET JAMES K. GALBRAITH	9
--	----------

WILLIAM BLACK :

FRAUDE ET COOPERATION INTERNATIONALE	12
---	-----------

DEBAT : JEAN DE MAILLARD, JACQUES MISTRAL, FRANÇOIS MARC ET WILLIAM BLACK	13
--	-----------

ROBERT WADE :	15
----------------------	-----------

REDUIRE LE POIDS DU SECTEUR FINANCIER	15
--	-----------

DEBAT : JACQUES MISTRAL, NICOLE BRICQ ET JEAN-PAUL POLLIN	16
--	-----------

JAN KREGEL :	17
---------------------	-----------

LE POINT SUR LES REFORMES AMERICAINES ET LEURS FAILLES	17
---	-----------

DEBAT : JEAN-PAUL POLLIN ET JAN KREGEL	18
---	-----------

PERRY MERHLING :	21
-------------------------	-----------

LA RESPONSABILITE DU SHADOW BANKING SYSTEM DANS LA CRISE	21
---	-----------

REACTIONS : PASCAL CANFIN	22
----------------------------------	-----------

SYNTHÈSE DES DÉBATS

1. Reconnaître le rôle de la fraude dans la crise financière

Peu évoquée en Europe, la fraude constitue pourtant un élément clé de compréhension de la crise bancaire et financière (James K. Galbraith, Jean de Maillard). « *Discuter ou rediscuter des réformes financières n'est pas une solution en soi si on refuse de traiter de la question de la fraude [...]. Si nous laissons les choses en l'état, nous assisterons à toute une suite de difficultés économiques et de nouvelles faillites.* » (James K. Galbraith). Certes, il ne s'agit pas d'attribuer l'entière responsabilité de la crise aux comportements frauduleux mais simplement de préciser que « *si nous n'intégrons pas la fraude à notre analyse, nous ne pouvons pas comprendre la crise financière que nous subissons* » (Jean de Maillard).

Par fraude, peut être entendue l'existence d'un « *réseau de contrefaçon qui a pris une ampleur colossale* » (James K. Galbraith). Ce réseau bien que légal, a produit des prêts hypothécaires en masse emballés dans un processus de titrisation : prêts menteurs, ou encore prêts ninja, dans tous les cas il s'agissait de prêts contrefaits destinés la plupart du temps à faire défaut. Ce phénomène n'est pas circonscrit aux Etats-Unis. En Irlande et en Islande aussi des « *capitaux* » de nature entièrement fictive, auraient été créés.

Si l'ampleur de cette fraude, qui a pu prospérer sans encombre grâce au contexte criminogène de Bâle II et des normes comptables internationales (William Black), est incontestable et facilement condamnable du point de vue de la morale, sa démonstration juridique peut s'avérer complexe comme l'ont démontrées les auditions des dirigeants des principales banques américaines devant le congrès américains (Jacques Mistral). Nous manquons peut-être d'ailleurs de mots pour qualifier ce phénomène exceptionnel dans son ampleur et « *faire face à cette criminalité sans criminels* » (Jean de Maillard).

Une inquiétude à tempérer, si l'on en juge les premiers résultats d'une enquête menée en 2007 par l'agence de notation Fitch sur la qualité des

prêts immobiliers américains utilisés dans la titrisation. Celle-ci révèle la présence d'éléments frauduleux, démontrables d'un point de vue légal, dans la quasi-totalité des dossiers examinés (James K. Galbraith, William Black). Par ailleurs, lors de la précédente crise financière et bancaire américaine, celle des caisses d'épargne (Savings and loans), les fraudes ont pu être démontrées d'un point de vue juridique et leurs auteurs condamnés à des peines de prison ferme.

Une coopération transatlantique sur la question de la fraude pourrait être bénéfique si elle se traduisait, par exemple, par la création d'un organe spécialisé dans leur identification et la formation de spécialistes (William Black).

2. Réhabiliter la culture de la régulation au sein de la science économique

La science économique dominante a joué un rôle prépondérant dans la légitimation et la diffusion de ces dérives « *laxistes* », sa responsabilité dans la crise ne peut plus être rejetée. Tout l'enjeu résidera désormais dans la réhabilitation des vertus et du rôle stabilisateur de la régulation au sein de cette discipline (William Black) mais aussi dans l'étude sur la façon dont les théories et les législations fondées sur la capacité des marchés à s'autoréguler ou les dérives constatées dans la théorie de la firme (maximisation des avantages discrétionnaires comme unique objectif de la firme) ont réussi à s'imposer (François Marc, Jacques Mistral). « *Cela fait 25 ans que nous sommes submergés par la théorie des marchés efficients, imposée comme un dogme [...] Il faudrait étudier la façon dont tout cela s'est diffusé pour devenir le système qui s'est imposé comme vision universelle. [...] C'est une question cruciale pour l'avenir, parce qu'on voit bien la difficulté de démanteler ce système* » (Jacques Mistral).

3. Réduire la taille du secteur financier

Industrie aux effets potentiellement délétères, la finance requiert une régulation stricte. Constituant un volume d'échange rapporté au PIB disproportionné et devenant incontrôlable de ce fait, la réduction de la taille du secteur financier devient inévitable (Robert Wade, Jacques Mistral). Pour y parvenir, plusieurs options peuvent être considérées :

- En agissant sur les systèmes d'incitation des gestionnaires des « fonds géants » (fonds de pension, fonds de dotation, etc.) par exemple, via l'instauration d'une sorte de pénalité financière pour les fonds dont le volume d'activité prendrait des proportions trop importantes et dépasserait un certain plafond (Robert Wade).
- Ou encore en imposant que les filiales des banques soient soumises à la réglementation locale des pays où elles opèrent pour éviter des situations comparables à celle d'IceSave (Robert Wade).

Du côté des banques centrales, la création de comités de stabilisation par exemple, pourrait prévenir l'arrivée de bulles ou permettrait d'en corriger la formation avant leur éclatement (Robert Wade). Une piste à creuser car elle aurait l'avantage de dissocier en quelque sorte le taux d'intérêt du contrôle macro-prudentiel (Jacques Mistral, Jean-Paul Pollin). Afin de limiter un nouvel emballement de la distribution de crédits immobiliers, les banques centrales pourraient exiger des réserves obligatoires substantielles sur ces produits (Robert Wade), même si dans le contexte hétérogène européen, une telle mesure pourrait être difficile à mettre en œuvre (Jean-Paul Pollin).

4. Revenir à la séparation bancaire ?

Afin de mieux encadrer l'activité bancaire et de ne pas laisser les marchés financiers venir contaminer le secteur de la banque traditionnelle, le Glass Steagall Act – soit la stricte séparation des banques de dépôts et des banques d'investissement, instaurée en 1933 aux Etats-Unis – revient régulièrement comme une possible solution (Pierre-Alain Muet) à la fois simple et radicale (Jean-Paul Pollin). Il faut pourtant garder en mémoire les raisons de son échec afin de ne pas répéter les erreurs du passé. En effet, dès les

années 1950 avec le développement de la concurrence lié aux évolutions technologiques, les banques d'investissement vont progressivement devenir plus profitables que les banques commerciales. Cette situation a contribué à l'érosion elle-même progressive du monopole des banques commerciales. En mettant fin au Glass-Steagall Act, le *Gramm-Leach-Bliley Act (Financial Services Modernization Act)* de 1999, n'a finalement fait qu'entériner toute une série de processus juridiques et administratifs qui débutèrent dans les années 1950 et permirent aux banques commerciales d'étendre leurs activités aux marchés financiers et aux produits dérivés afin d'assurer leur survie (Jan Kregel).

Il serait donc préférable pour le législateur et les pouvoirs publics de repartir d'une définition très stricte de l'activité de banque commerciale ou encore « *de faire de la fonction de collecte de la banque commerciale – qui correspond à un bien public – une fonction du secteur public. Sans quoi les mécanismes qui ont conduit à la fin du Glass-Steagall Act, risquent de refaire surface et conduire à une nouvelle crise financière* » (Jan Kregel).

5. Réguler les courtiers pour réguler le Shadow Banking System

Les banques ne sont pas les seuls acteurs à intervenir sur les marchés de capitaux. D'autres acteurs significatifs y ont fait leur entrée au point de constituer aujourd'hui le pilier du système financier basé sur les marchés de capitaux (Jan Kregel, Perry Mehrling). On peut regrouper l'ensemble de ces acteurs sous le nom de *shadow banking* : il s'agit de *hedged funds*, de « véhicules » de titrisation, de maisons de courtage, de fonds d'investissement, de courtiers, d'agents, de l'ensemble de ces institutions financières qui, sans être à proprement parler des banques, jouent le rôle d'intermédiaire entre l'emprunteur et l'investisseur et qui ont pour caractéristiques communes de rechercher d'importants effets de leviers et d'échapper la plupart du temps à toute régulation. Dans ce système de créances, l'acteur principal n'est pas la banque mais plutôt le courtier qui transforme le prêt en titre. En conséquence, l'effort de régulation devrait aussi se concentrer sur la capitalisation et la liquidité des courtiers. D'autant plus, que c'est de ce système bancaire parallèle qu'est venue la crise des *subprimes* (Perry Mehrling).

6. Chambres de compensation, hedges funds... des réformes insuffisantes

Si les réformes américaines et européennes avancent, leurs portées semblent limitées.

Concernant les CDS, des deux côtés de l'Atlantique on semble opter pour la mise en place de chambres de compensation. Une mesure nécessaire mais insuffisante notamment si l'interopérabilité de ces chambres à l'échelle européenne et internationale n'est pas assurée (Pascal Canfin, Jan Kregel, Perry Merhling). Concernant la régulation des *hedge funds*, les Etats-Unis et l'Europe se dirigent vers la mise en place de passeports.

Ainsi, la régulation des CDS et celle des *hedge funds*, constituent les deux domaines les plus propices à une coopération transatlantique, les législations à l'étude étant relativement proches.

Restent malheureusement les deux grands échecs habituels des négociations internationales : les normes comptables et les agences de notation. Dans les deux cas, l'espoir est faible de voir aboutir de nouvelles régulations (Jan Kregel, Jacques Mistral, Nicole Bricq).

Qu'il s'agisse de la supervision prudentielle, des fonds alternatifs ou des produits dérivés, les Etats membres gardent jalousement leurs prérogatives en matière de régulation, ouvrant ainsi la voie au dumping réglementaire.

Si la situation n'évolue pas, il est à craindre que les Etats-Unis distancent l'Europe dans le domaine de la régulation (Nicole Bricq), une situation qui ne serait pas sans rappeler la crise des années 1930, période pendant laquelle, alors que les Etats-Unis mettaient en place des instruments de régulation et réformaient en profondeur leur système économique et politique à travers le New Deal, l'Europe s'enfonçait dans une longue récession (Nicole Bricq, Pierre-Alain Muet, James K. Galbraith). « *L'alternative consisterait à réviser les statuts de la Banque centrale européenne, à revoir le fonctionnement du marché monétaire européen et à appliquer une politique économique d'inspiration keynésienne où les institutions politiques sont là pour servir les intérêts de la population et non pour mettre en place des règles « sans queue, ni tête » inventées par des banquiers et des économistes* » (James K. Galbraith).

Aurore Lalucq

7. Des obstacles politiques à la résolution de la crise

Si des solutions techniques ou économiques existent pour réguler les secteurs de la banque et de la finance, elles souffrent de blocages politiques et d'inadéquation des institutions nationales et supra-nationales pour leur bonne mise en œuvre.

Aux Etats-Unis, ces difficultés politiques existent mais le cadre institutionnel hérité du New Deal reste néanmoins adapté à des interventions d'urgence (James K. Galbraith) et des discussions sont en cours entre les deux chambres du Congrès pour aboutir à une loi – certes insuffisante – sur la régulation bancaire et financière (Dodd-Frank Act).

Côté européen, les réformes buttent sur des questions de souveraineté nationale (Pascal Canfin), de gouvernance interne ou encore sur la rigidité du mandat de la banque centrale européenne (Nicole Bricq et James K. Galbraith). Les choses y avancent plus lentement notamment du fait de profonds désaccords, non seulement au sein du Parlement européen, mais aussi entre le Parlement et le Conseil européen (Pascal Canfin).

OUVERTURE DES DEBATS

Intervention de Nicole Bricq.

Mon premier mot est de vous souhaiter la bienvenue à ce dialogue que nous avons voulu transatlantique avec mon collègue député, **Pierre-Alain Muet**, porte-parole du groupe socialiste à l'Assemblée nationale sur les questions financières et fiscales ; mon collègue sénateur **François Marc** qui est, comme moi, vice-président de la commission des finances pour le compte du groupe socialiste, mais qui a aussi l'immense avantage d'être membre de ce que nous appelons la Commission des affaires européennes, qui est directement connectée aux décisions du Parlement européen et de la Commission européenne ; et **Bernard Angels**, rapporteur d'un groupe de travail mixte des deux chambres que nous avons constitué au plus fort de la crise financière, après la chute de Lehman Brothers et qui remet un certain nombre de propositions sur la régulation financière au président de la République, M. Sarkozy, avant chaque réunion du G20.

Ce genre de dialogue transatlantique est assez inhabituel dans cette maison. J'ai en outre souvent vu des gros titres de presse, de journaux sérieux, laisser transparaître une certaine animosité vis-à-vis de ce qu'il est communément établi d'appeler les « Anglo-Saxons ». Aussi prendrai-je toujours la précaution de dire « Nord-américains ».

Nous sommes très heureux d'organiser cette manifestation à la demande de l'institut IRE, que je remercie. Nos débats seront animés par Christian Chavagneux, rédacteur adjoint d'*Alternatives Economiques*, une revue qui est un appui précieux par l'information qu'elle distille, et nous qui sommes des politiques, nous lisons *Alternatives économiques*.

Il est peut-être un peu prétentieux de vouloir mener un débat transatlantique alors que nous sommes dans une difficulté européenne de gouvernance qui a, entre autres, pour conséquence d'affaiblir notre position dans les réunions du G20 quand nous parvenons à y faire des propositions.

Nous Européens, nous ne pouvons non plus ignorer que dans la période toute récente, le FMI est intervenu au cœur de la zone euro, à propos

des difficultés qu'a eues et qu'a toujours le gouvernement Grec, ni même qu'au moment où la spéculation sur l'euro s'est intensifiée et les marchés dévissaient, ce fut Timothy Geithner, secrétaire d'État au Trésor de Etats-Unis, qui pressa les Européens d'agir. Ces deux événements inédits devraient nous mettre, nous Européens, face à nos responsabilités dans cette crise.

S'il est donc peut-être un peu prétentieux de vouloir mener un débat transatlantique dans le contexte actuel, nous bénéficions néanmoins d'un effet de calendrier plutôt intéressant : aujourd'hui – 17 juin 2010 – se tient le conseil des chefs d'Etats européens qui doit tenter de définir sa position pour le prochain sommet du G20 de Toronto.

Pour préparer cette journée, je me suis replongée dans les déclarations finales des G20 depuis 2008 qui ambitionnaient d'aboutir à des réformes dans le domaine des paradis fiscaux, des normes prudentielles, des normes comptables, de la prévention et la réparation du risque systémique, des stress tests... Peu de mesures ont réellement été prises à la suite de ces sommets. Il est très cruel de vérifier l'exécution des orientations définies au plus fort de la crise. Et cela se vérifie de part et d'autre de l'Atlantique. Ce constat me rend sceptique sur ce qui va – ou ne va pas – se passer à Toronto. Mais après tout, peut-être ne serons-nous pas déçus, tout simplement parce que nous n'en attendons plus grand-chose.

Dans ce contexte international l'Europe doit faire face à un environnement macroéconomique assez déprimé, miné par une crise budgétaire des Etats, notamment au sein de la zone euro, qui pèse sur les orientations macroéconomiques. Nous en venons même à nous demander, de ce côté-ci de l'Atlantique, si l'économie européenne n'est pas durablement destinée à une croissance faible.

Concernant la régulation financière, nous Européens, qui nous vantons d'être les champions du droit, des législations, des directives, des règlements, risquons d'être distancés par les Etats-Unis dans ce domaine si le président Obama arrive d'ici le début du mois de juillet à promulguer la loi de régulation financière et bancaire. C'est en outre sur ce point que nous serions heureux de vous entendre.

Introduction de Pierre Alain Muet.

Ce débat transatlantique intervient au bon moment. Je voudrais remercier l'association qui en a pris l'initiative ainsi que le Sénat d'avoir accueilli ce débat. Il intervient au bon moment, parce que vu d'Europe – et je rebondirai sur la dernière remarque de Nicole Bricq – nous avons le sentiment que l'histoire se répète. C'est-à-dire que les États-Unis avancent et que l'Europe fait du surplace. Quand je dis : « l'histoire se répète », c'est parce que le parallèle entre cette crise et celle de 1929 a été évoqué à de nombreuses reprises.

Il est vrai que le grand changement structurel qui est intervenu après la crise de 1929, fut quand le président Roosevelt en 1933 a lancé à la fois le Glass-Steagall Act et le New Deal, tout en réformant la fiscalité sur les hauts revenus. Ces trois réponses à la crise de 1929 se sont peu à peu généralisées après la seconde Guerre mondiale. Elles ont conduit à cette longue période de stabilité des Trente Glorieuses.

Aujourd'hui, nous avons besoin de changer complètement les règles de la régulation et de faire en sorte que les banques se remettent à faire leur métier. Leur métier c'est de détenir des dépôts, pour les banques de dépôt, et de distribuer des crédits aux ménages et aux entreprises. Ce ne peut pas être principalement de spéculer sur les marchés. La réflexion qui se développe – notamment aux États-Unis – sur la séparation des activités de dépôt et des activités d'investissement, et que nous sommes quelques-uns à porter en Europe, constitue une réflexion fondamentale. Car à l'origine de cette crise, se trouvent les risques inconsidérés pris par des banques détenant des dépôts. Celles-ci n'auraient pas pu les prendre dans la période de régulation antérieure. Il nous faut donc imaginer aujourd'hui les mécanismes de régulation qui permettent de revenir à une situation rationnelle où le secteur financier contribue au développement de l'économie réelle plutôt que de devenir un secteur prédateur de l'économie réelle.

Parvenir à ce que les banques conservent une certaine partie des risques de crédit qu'elles prennent dans leurs comptes, constitue un réel enjeu. Il y a un an Jacques de Larosière¹ est venu à

l'Assemblée. Il nous a expliqué qu'au début de son tour d'Europe, il avait en tête l'idée de proposer aux banques qu'elles conservent 10 % de leurs crédits dans leurs comptes. Il a fini ce tour d'Europe avec 5 %. On est bien loin de ce qu'il faudrait.

Concernant les paradis fiscaux, s'il reste satisfaisant que ce sujet ait été à l'agenda du premier G20 et que des listes aient été établies, il n'en demeure pas moins inquiétant d'observer la rapidité avec laquelle celles-ci se sont vidées à travers la signature de conventions. J'ai en tête Monaco signant des conventions avec les îles Vierges, les îles Caïmans, le Luxembourg, bref une sorte d'endogamie dans les conventions signées par les paradis fiscaux. Dans ce domaine aussi, il faut aller plus loin pour changer vraiment les choses.

Quant au débat sur la taxation des banques, puisque les citoyens sont venus au secours des banques – il le fallait, cela a été le point positif de la réaction des États à cette crise – ils sont en droit d'en attendre un juste retour. Il s'avérera nécessaire d'obtenir des banques une contribution financière qui puisse permettre de financer les interventions futures en cas de problème.

Je disais que l'histoire semble se répéter. Si je reviens à un sujet qu'évoquait Nicole Bricq, mais qui n'est pas le sujet principal de ce colloque, à savoir le contexte macro-économique européen (crise de l'euro et politiques d'austérité), je crains que nous nous apprêtions à revivre une histoire que nous avons connue dans les années 1930, c'est-à-dire : une politique déflationniste en Europe alors qu'au même moment les États-Unis mettaient en place des instruments de régulation.

Ce rappel historique vise à illustrer à nos intervenants américains pourquoi, pour nous Européens, ce débat est extrêmement important. L'Europe a su construire, dans les années qui ont suivi la guerre, une grande ambition politique d'une sorte de mondialisation contrôlée. A travers cette crise, il nous faut retrouver l'ambition de ses fondateurs. Peut-être ce débat peut-il contribuer à nous montrer ce qu'il convient de faire.

¹ Jacques de Larosière est l'auteur d'un rapport pour la Commission Européenne sur la supervision financière rendu public le 25 février 2009.

INTERVENTIONS

James Galbraith :

De la fraude à la crise de la dette.

Tout d'abord, je souhaiterais corriger une certaine tendance qui consiste à parler de la crise américaine d'un côté et de la crise européenne de l'autre, alors que le monde doit faire face à une seule crise, une crise transatlantique de la finance, des économies et de la pensée économique. Une crise du marché du crédit immobilier américain, des banques transnationales et des dettes publiques aux États-Unis et en Europe. Une crise qui est loin d'être terminée et qui ne cesse au contraire de s'aggraver.

A l'origine de cette crise on trouve la déréglementation, la dé-supervision et le développement de la corruption au sein du secteur financier américain, mais aussi une série de décisions politiques qui ont laissé la porte ouverte à des dérives sur les marchés hypothécaires. Je voudrais effectivement attirer votre attention sur un des facteurs clés de la crise, rarement évoqué et pourtant fondamental, la fraude.

Fraude et contrefaçon financière

La fraude est un élément clé pour comprendre ce qui s'est réellement passé. Il s'agit pour l'essentiel d'un réseau de contrefaçon qui a pris des proportions colossales. Des millions de documents ont été générés par des institutions qui, dans bien des cas, n'étaient en réalité pas des banques, documents qui ressemblaient à des prêts hypothécaires sans l'être vraiment : ils ne détenaient aucune information sur les niveaux de revenus et l'historique de crédit de l'emprunteur, et ils étaient émis avec pour garantie des biens immobiliers très largement surévalués. Ces prêts hypothécaires étaient construits de façon à ce que les taux d'intérêt et les remboursements correspondants montent en flèche deux-trois ans après la signature du contrat, obligeant le souscripteur à emprunter à nouveau ou à déclarer un défaut de paiement.

On peut les appeler prêts menteurs, prêts non documentés ou encore prêts « Ninja » (de l'anglais « *No income, no job, no asset* » ; sans revenus, sans travail, sans actifs). Quel que soit le nom qu'on leur prête, il s'agit toujours de prêts hypothécaires emballés dans un processus de titrisation (permettant de faire monter leur notation) mis en dépôt et revendus par l'intermédiaire des banques commerciales. Les conditions qui ont rendu possible leur développement ne sont pas spécifiques aux États-Unis. Inhérentes à la supervision et à la gestion interne du système bancaire, elles se sont très largement diffusées *via* les effets de levier, les modèles propriétaires et les modèles de compensation.

Le déclenchement de la crise correspond au moment précis où la fraude a été révélée au grand jour, c'est-à-dire au moment où les principales banques d'investissement ont commencé à inverser leurs paris, cherchant à se débarrasser de ces produits toxiques. Le caractère massif de ces comportements a rapidement modifié les bilans des banques et des établissements financiers, plongeant l'ensemble du secteur dans une profonde insolvabilité et provoquant le gel du marché des prêts interbancaires en 2007, point de bascule et véritable déclencheur de la crise.

Il ne s'agissait pas d'une perte de valeur temporaire ou partielle mais de son évaporation totale, exactement de la même façon qu'un produit de contrefaçon perd toute sa valeur dès lors qu'il est identifié comme tel. C'est donc le système bancaire dans son ensemble qui s'est retrouvé insolvable au sens propre du terme. La principale préoccupation des décideurs politiques a été de dissimuler cette réalité, ce qui explique les plans de sauvetage, les garanties apportées par le secteur public, etc.

L'absence de réflexion sur les éléments frauduleux de la crise explique le caractère souvent superficiel des débats sur la régulation financière et des propositions de réforme. Discuter ou rediscuter des réformes financières n'est pas une solution en soi si l'on refuse de traiter la question de la fraude. Si nous laissons les choses en l'état, nous devons nous attendre à toute une suite de difficultés économiques et toute une suite de nouvelles faillites.

De la crise financière à la crise de la dette souveraine

Les conséquences de la crise financière sont bien connues : chute de la valeur des biens immobiliers, insolvabilité d'une partie de la classe moyenne américaine, etc. En outre, la fin du modèle de croissance, qui reposait en grande partie sur l'accumulation du crédit immobilier, a provoqué une fuite vers la qualité et la sécurité. Un « piège des liquidités » qui s'est traduit notamment par la vente des titres d'Etats les plus fragiles, et a fini par déclencher la crise grecque. Si l'Etat grec porte une lourde part de responsabilité dans la crise de sa dette souveraine, les évolutions déclenchées par la crise financière ne sont pas en reste.

Jusqu'à présent, la réponse à la crise économique et financière a consisté à mettre place des programmes d'austérité et de réduction des recettes fiscales. Pourtant, des études du FMI ont montré que la moitié de l'augmentation totale des déficits budgétaires dans les pays du G20 s'explique justement par cette réduction des recettes fiscales, ainsi que par des taux de croissance faibles. Seulement 7.5 % des déficits correspondraient aux dépenses dédiées à la relance des économies. Aussi, la mise en œuvre des mesures visant à ramener les pays européens en-dessous des seuils prévus par le Pacte de stabilité (3 % pour les déficits courants, 60 % pour la dette publique) risque d'avoir des conséquences économiques dramatiques sans pour autant parvenir à ramener les dettes et les déficits aux barèmes voulus.

Si les pays auxquels les marchés obligataires font confiance – comme la France, l'Allemagne ou les Etats-Unis – peuvent facilement mettre en place ces mesures, ceci est loin d'être le cas pour des « petits pays » comme la Grèce. Cette situation soulève plusieurs questions fondamentales : dans quelles conditions le financement de la dette sur le marché obligataire peut-il redevenir accessible aux gouvernements des « petits pays » ? Comment ramener les marchés d'obligations et de dettes, transformés en profondeur par la spéculation folle et les produits de type CDS, à des fonctionnements normaux ? Pourrait-on garantir ces emprunts par une autorité publique supranationale ?

Une crise fondamentalement politique

L'essence même de cette crise est d'ordre politique. Les solutions à lui apporter sont donc elles aussi d'ordre politique. Aux Etats-Unis, elles

peuvent être en partie portées par les institutions existantes, mises en place dans le cadre du « *New Deal* » ; mais en Europe, la situation demeure plus complexe. Sans une réforme profonde de son cadre législatif, l'Europe court un risque sérieux d'entrer dans un cercle vicieux où les politiques d'austérité menées au niveau national entraîneraient le déclin économique du continent dans son ensemble. L'alternative consisterait à réviser les statuts de la Banque centrale européenne, à revoir le fonctionnement du marché monétaire européen et à appliquer une politique économique d'inspiration keynésienne où les institutions politiques sont là pour servir les intérêts de la population et non pour mettre en place des règles « sans queue, ni tête » inventées par des banquiers et des économistes.

Débat : Jacques Mistral et James K. Galbraith

Jacques Mistral :

Fraude, politique monétaire et déficits publics.

Sans avoir de désaccords majeurs avec l'intervention de James Galbraith, je souhaiterais néanmoins soulever quelques points de discussion. A commencer par la question de la fraude : quel sens doit-on donner à ce terme ? Avec quel degré de précision doit-on l'utiliser ? Lors de l'audition des dirigeants de Goldman Sachs devant la commission des Finances du Sénat américain et la Securities and Exchange Commission (SEC)², il fut difficile de présenter une incrimination proprement juridique. Si les actions dénoncées étaient clairement répréhensibles sur le plan de la morale, la démonstration de leur illégalité demeurait chose complexe et incertaine.

Par ailleurs, pour comprendre pleinement les causes de la crise financière, on ne peut passer sous silence les questions monétaires. Le pétrole qui a propagé les flammes, c'est l'argent gratuit. Nous avons combattu l'abondance de pétrole dans l'économie en rajoutant encore plus de pétrole.

Autre point concernant cette fois-ci les déficits

² La SEC est l'équivalent de l'AMF (Autorité des marchés financiers) en France.

publics, je pense qu'il serait sans doute préférable de distinguer les aspects conjoncturel et structurel des déficits. Dans de nombreux pays, les déficits publics viennent se substituer aux défaillances de la sphère privée. Du coup, les Etats portent le fardeau d'une dette devenue insupportable dans la sphère privée. Que faire face à cela ? D'autre part, les Etats-Unis sont dans une situation délicate du fait de leur dépendance extérieure, notamment vis-à-vis du gouvernement chinois pour financer leur dette. Sans une action résolue du gouvernement fédéral américain, l'économie mondiale risque de devoir faire face à une crise financière internationale sans précédent.

Enfin, dernière réflexion au sujet du dialogue transatlantique sur la régulation financière, je voudrais insister sur le fait qu'il est normal que les points de vue américains et européens diffèrent : les institutions, les intérêts, les groupes de pression ne sont pas les mêmes de part et d'autre de l'Atlantique. Par conséquent, les solutions apportées seront elles-aussi différentes. Ce qui ne nous empêche pas d'aboutir à des prises de position concordantes, par exemple sur la surveillance macro-prudentielle (malgré des divergences qui apparaissent quand on étudie de près les détails) ou sur le rôle des chambres de compensation. En revanche, je note une sorte de « *constat partagé d'impuissance* » quant à la réforme des normes comptables internationales et des agences de notations, qui constitue selon moi le grand échec des réformes.

James K. Galbraith :

La fraude au sens juridique du terme

Avec quel degré de vigueur, j'emploie le mot « fraude » ? Je l'emploie au sens technique et juridique, pour des raisons très précises que je vais vous détailler. En 2007, l'agence de notation Fitch a mené une enquête sur la qualité des prêts immobiliers utilisés dans la titrisation. Celle-ci a révélé que des éléments frauduleux ont été décelés dans la quasi-totalité des dossiers examinés. Les enquêtes en cours risquent de faire émerger d'autres cas de ce genre. D'ailleurs, des fraudes de ce type se sont déjà produites par le passé, par exemple, lors de la crise des caisses d'épargne américaines (crise des Savings and Loans)³ qui a abouti à des procès et des

condamnations. Dans les conditions actuelles, c'est-à-dire sans autorité de contrôle véritable et sans surveillance, les acteurs financiers les plus agressifs et les plus malhonnêtes n'ont aucune difficulté à prendre possession de la quasi-totalité d'un secteur du marché : la fraude se trouve récompensée et permet d'engranger des bénéfices de plus en plus importants. Tout ce processus est alimenté par un effondrement total des mécanismes de contrôle internes et externes : notamment des auditeurs externes et des évaluateurs. Autrement dit, la fraude peut être démontrée d'un point de vue technico-légal, d'autant plus que les actifs incriminés ne sont pas simplement des actifs de spéculation qui peuvent recouvrer de la valeur quand l'économie reprend. Ces actifs sont destinés à faire défaut dès le départ. Ils sont conçus pour faire défaut. Il s'agit d'actifs sans valeur.

Concernant la faiblesse des taux d'intérêts, je partage avec vous le constat d'un argent peu cher mais je voudrais rappeler aussi que ces dernières années les autorités publiques ont largement contribué à la culture laxiste qui s'est imposée dans l'industrie de la banque et de la finance, et que l'on pourrait résumer ainsi : « *faites ce que vous voulez, accorder autant de prêts que vous voulez* ».

Pour financer leur dette, les Etats-Unis n'ont pas besoin de la Chine

Au sujet de la dette publique américaine, et de la dépendance « supposée » des Etats-Unis vis-à-vis des autorités chinoises, je voudrais être très clair sur ce point : cette dépendance – je dois le dire en tant qu'économiste de façon très catégorique – n'existe pas, même si nombreux sont ceux qui pensent qu'elle existe. J'en veux pour preuve l'augmentation massive de la dette américaine suite aux opérations de sauvetage et au plan de relance adopté par l'administration Obama. Ces opérations n'ont pas nécessité un appel au gouvernement chinois ; elles ont pris la forme de réserves du système bancaire de sorte que la proportion de la dette américaine détenue à l'extérieur du pays a même diminué. En somme, les États-Unis n'ont pas besoin de la Chine pour financer leurs dépenses publiques ; les créances détenues par la banque centrale chinoise trouvent en fait leur origine dans des banques américaines lorsqu'un consommateur achète un ordinateur ou une automobile fabriquée en Chine. Si la banque

³ Dans les années 1980, plus de mille six cents Savings and Loans association ont fait faillite aux Etats-Unis.

Loans association ont fait faillite aux Etats-Unis.

centrale chinoise choisit de détenir ces titres, c'est qu'elle ne souhaite pas que sa population ait accès à des titres en devises étrangères. Il se peut qu'un jour les autorités chinoises décident de vendre des dollars pour acheter des obligations aux Grecs, aux Espagnols ou aux Italiens, mais ils ne semblent pas prêts à le faire de façon massive - et même dans ce cas, cela entraînerait une dépréciation du dollar, éventuellement un léger sursaut de l'inflation, mais le financement des dépenses publiques étasuniennes n'en serait aucunement menacé.

Je voudrais enfin revenir à votre dernier point, qui me paraît absolument essentiel : celui du temps nécessaire pour imaginer les solutions pérennes à la crise et les mettre en œuvre. Je voudrais rappeler à titre d'exemple qu'il a fallu soixante-dix ans aux Etats-Unis pour développer son Sud. La fin de la guerre civile nous a légué un grave problème économique. À savoir le sous-développement du Sud du pays, une région qui connaissait une véritable dépression sur le plan économique, et qui pendant soixante-dix ans a été soumise à la famine et à la pauvreté. C'est le New Deal des années 1930 qui a permis aux Etats du Sud de sortir de la misère et de rejoindre la moyenne nationale.

Certes le New Deal est venu pour répondre à la grande dépression mais il a également constitué la première tentative sérieuse de définir notre modèle de développement, avec une forte présence fédérale, la création de la *Tennessee Valley Authority*, et toute une série de lois, dont celle sur la sécurité sociale, un processus effectivement de longue haleine. Je suis tout à fait d'accord sur l'idée qu'il nous faut réfléchir dans des termes comparables sur le long terme. Cependant, j'attire votre attention sur le fait que ce temps nécessaire à la recherche de solutions adéquates ne doit pas être prétexte à l'inaction. Nous devons être en mesure de définir des orientations globales rapidement, sans quoi nous risquons de demeurer indéfiniment dans une situation très préoccupante, tout comme nous devons être capables de profiter des occasions qui se présentent à nous pour commencer à mettre en œuvre des réformes plus radicales.

Nous avons voulu croire que la crise allait passer et qu'une sorte de normalité allait revenir, or je crois qu'il faudra admettre que les choses ne se passeront pas ainsi.

William Black :

Fraude et coopération internationale

La crise financière est un produit de la science économique dominante

Notre crise financière et bancaire est le produit de la pensée économique dominante, de cette mouvance – allant de F. Easterbrook à D. Fischel en passant par G. Mankiw – qui postulait qu’une réglementation visant à lutter contre la fraude était tout simplement inutile : point besoin d’un droit pénal ou d’agents fédéraux dédiés à repérer la fraude, point besoin d’une SEC ni d’une quelconque agence de supervision... Les mécanismes de marché étaient censés évincer les acteurs frauduleux. A la lumière des événements récents, un préalable serait de repenser les fondements mêmes de la science économique.

Epidémie de fraude et crise des subprimes

Pour répondre à mon tour à la question de monsieur Mistral, j’utilise le mot de fraude dans un sens strictement juridique. En effet lors des crises financières précédentes, où des cas de fraude étaient suspectés, ceux-ci ont été parfaitement démontrés juridiquement. Ce fut le cas par exemple lors de la crise des *Savings and Loans* (cf. supra) où chaque faillite cachait des éléments de fraude révélés par l’enquête, et où les procès ont conduit à plus de vingt condamnations à des peines de prison ferme. Dans le contexte actuel de la crise américaine des *subprimes*, il ne sera pas difficile de démontrer juridiquement les fraudes : en analysant les échantillons des prêts menteurs, on constate au minimum 50 % – et parfois jusqu’à 100 % – d’éléments frauduleux. Autre exemple, les obligations adossées à des actifs ou CDO, s’échangent aujourd’hui au mieux à 40 cents pour chaque dollar de leur valeur nominale, et parfois même seulement à 15 cents. Nous savons aussi que pour ce qui est des créations de prêts hypothécaires, la proportion des éléments de fraude a atteint une taille disproportionnée dès 2006 et dès 2004 le FBI dénonçait une « épidémie de fraude » sur le marché des prêts immobiliers. Les Etats-Unis ne sont pas les seuls à se retrouver dans cette situation, en Irlande et en Islande aussi,

« des capitaux » entièrement fictifs ont été créés de toutes pièces pour prêter à des opérateurs internes ou à d’autres proches et leur permettre de réaliser des bénéfices. L’arme de choix dans ce type de cas, c’est la fraude comptable.

Les normes comptables et Bâle II ou le développement d’un environnement crimino-gène

La coopération internationale en matière de régulation bancaire et financière n’a pas vraiment arrangé les choses, bien au contraire puisqu’elle s’est avérée en réalité hautement crimino-gène dans le domaine des règles comptables : celles actuellement en vigueur proposent des effets de levier trop importants et conduisent à des destructions massives de richesses. Notre premier pas doit donc consister à réparer ce système comptable, qu’il s’agisse des réserves pour perte ou de la façon dont on enregistre les pertes. Cela ne sert à rien de créer des règles uniformes si elles sont mal conçues et produisent des effets délétères. La preuve en est apportée par l’Islande.

De façon analogue, la coopération dans le cadre du processus de Bâle s’est avérée crimino-gène puisque Bâle II a contribué à optimiser la fraude comptable bancaire en permettant aux grandes banques d’utiliser des modèles propriétaires pour gérer leurs positions financières. En tant qu’ancien haut responsable de la réglementation bancaire, je vous assure qu’il est impossible de vérifier ces modèles propriétaires. Je précise qu’il faut faire preuve d’une « incroyable naïveté » pour penser qu’une régulation n’est pas nécessaire à l’égard de ceux dont les bonus dépendent directement des modèles dont ils sont eux-mêmes les auteurs.

Ces processus de dérégulation ont offert tous les éléments nécessaires à l’optimisation de la fraude comptable : une croissance très rapide des actifs financiers ; des crédits de très mauvaise qualité pour s’assurer un rendement optimal (traiter avec des personnes insolubles afin d’atteindre des taux de croissance exorbitants, et proposer des taux d’intérêts élevés) ; des effets de levier considérables, autorisés par les accords de Bâle II ; et enfin, des réserves pour pertes négligeables.

Il est donc urgent d’établir une véritable coopération internationale dans le domaine de la fraude financière, au-delà des domaines connus comme le blanchiment d’argent ou l’évasion fiscale. Si le G20 semble le forum le plus adapté pour traiter cette question – avec bien sûr toutes les réserves que l’on peut exprimer – nous

pourrions aussi imaginer d'autres cadres de coopération, je pense par exemple à la création d'une entité réactive (une académie ou un institut) chargée de repérer la fraude, d'identifier les pratiques les plus en pointe, de délivrer des formations, pour permettre aux régulateurs d'identifier les failles avant qu'elles n'entraînent l'ensemble du système dans une nouvelle crise.

Je voudrais terminer sur une note optimiste. Dans les années 1980, les caisses d'épargne américaines, les Savings and Loans, se sont lancées dans ce que l'on a appelé les « prêts menteurs ». En tant que régulateurs, nous avons constaté que ces instruments ne présentaient pas les garanties de sécurité ou de solidité requises. A force de travail et de luttes politiques et juridiques, nous sommes tant bien que mal parvenus à éradiquer ces pratiques. Il reste donc possible de lutter contre la fraude.

Débat : Jean de Maillard, Jacques Mistral, François Marc et William Black

Jean de Maillard :

Une criminalité sans criminels

Les interventions de James Galbraith et de William Black apportent un élément nouveau dans le débat sur la crise financière : la fraude, notamment dans le contexte français où son rôle dans le fonctionnement réel de l'économie et de la finance n'est quasiment jamais évoqué.

Grâce à une journée comme celle-ci, je pense que nous allons pouvoir enfin commencer à introduire une réflexion sur la fraude dans les débats publics. Avec les questions d'ailleurs tout à fait pertinentes qui étaient posées par M. Mistral, on s'aperçoit qu'il s'agit d'un enjeu fondamental.

Je rejoins entièrement William Black sur le fait qu'aujourd'hui, on ne peut plus s'intéresser à l'économie sans s'intéresser à la criminologie. Pour comprendre les phénomènes économiques et financiers auxquels nous sommes confrontés au niveau mondial, nous ne pouvons faire l'économie d'une réflexion sur la fraude, la délinquance, la criminalité, mais avec cette difficulté majeure, soulignée à juste titre par William Black : nous devons faire face à une criminalité sans criminels. D'où le caractère révolutionnaire de la notion de *fraude du contrôleur* qu'il utilise : c'est l'occasion

qui fait le fraudeur et non l'inclinaison de certains individus pour la criminalité. Il n'y a pas plus de criminels chez les chefs d'entreprise ou les financiers qu'ailleurs ; le vrai problème est celui de l'opportunité de frauder dans lesquels ils se trouvent.

Il ne s'agit pas pour autant d'attribuer aux comportements frauduleux l'entière responsabilité de cette crise, mais simplement de dire que si on n'intègre pas la fraude, on ne comprend rien à ce qui s'est passé aujourd'hui. Cette introduction de la notion de la fraude financière est absolument capitale.

Par exemple, comment expliquer qu'à partir de mars 2009, les cours des bourses remontent sans qu'aucun des fondamentaux de l'économie ne puisse le justifier ? Je pense donc qu'il nous faudrait aller regarder du côté des manipulations de marché, des dark pools, des traders haute fréquence, des flash orders, etc.,

Je voudrais aussi profiter de la présence de Bill Black pour émettre une petite réserve sur sa théorie de la fraude de contrôle. Je pense en effet qu'elle ne peut être considérée comme l'agglomération de fraudes individuelles. On ne peut pas passer du concept de fraude du contrôleur – qui concerne des comportements individuels – à la notion de vague de pillages, simplement en considérant la vague de pillages comme la somme des fraudes individuelles. Je crois qu'il faudrait atteindre un niveau d'explication supplémentaire, en mobilisant Minsky par exemple, ce qui nous conduirait à penser en termes de fraudes systémiques – comme il y a des crises systémiques – les deux étant liées.

Jacques Mistral :

Fraude ou application de règles légales ?

La notion de fraude est essentielle pour comprendre la récente crise – par exemple, pour décrire la politique de rémunération dans les grandes entreprises, il pourrait convenir de parler « *de schémas de rémunération apparemment légitimes, utilisés pour transformer des actifs de la firme à l'usage personnel des dirigeants* » – mais il me semble néanmoins inconcevable de construire toute la théorie économique sur cette notion, car celle-ci ne peut résumer à elle seule les 25 années d'évolution de la science économique.

Par exemple, la comptabilité en valeur de marché (*fair market value*), cette règle comptable qui permet de transformer les profits potentiels en profits réalisés. Ce principe de *fair market value* est

un produit d'exportation de la pensée économique américaine ; cela fait 25 ans que nous sommes submergés par la théorie des marchés efficients, imposée comme un dogme. La position des Etats-Unis dans les négociations internationales a toujours été d'aller dans cette direction et d'aligner les autres pays sur le principe de la *fair market value*. Par conséquent, il paraît difficile de considérer les chefs d'entreprise qui l'appliquent comme des fraudeurs : je n'appelle pas cela de la fraude, c'est l'application des règles qui sont la loi aux Etats-Unis.

Le problème est plus complexe et prend sa source dans la théorie économique. Encore une fois, je ne pense pas que le mot fraude résume l'histoire économique et financière du dernier quart de siècle. Il faut faire appel à des arguments plus puissants de sciences politiques pour voir comment se sont organisés les intérêts : les réflexions universitaires, les fondations, les think tanks, les comités du congrès, les lobbys, les ministres, les gouverneurs des banques centrales, etc. Comment tout cela s'est diffusé pour devenir le système qui s'est imposé comme vision universelle. Nous avons besoin d'instruments de sciences politiques plus ciblés sur la façon dont tout ceci s'est mis en place. C'est une question cruciale pour l'avenir, parce qu'on voit bien la difficulté de démanteler ce système.

Jean de Maillard :

Nous n'avons pas encore les mots pour décrire ce phénomène

Nous sommes confrontés à un problème majeur, celui de nommer un phénomène inédit. Pour l'instant nous sommes obligés de travailler avec un concept qui comporte une ambivalence. Soit nous parlons de la fraude technique, et on nous explique que c'est un problème technique qu'il faut laisser aux techniciens, soit nous parlons d'une fraude au sens juridique du terme, et à ce moment-là on crie que "c'est du Madoff, c'est du Madoff".

En réalité, le problème vient de l'économie politique ou de la politique économique, de cette dérive qui a accompagné le triomphe du néolibéralisme à partir des années 1980 et qui fait qu'en réalité tous les déséquilibres qui ont été introduits dans le système économique et financier mondial ont été rattrapés à chaque fois par la fraude. La fraude est à la fois la variable d'ajustement et le mode de gestion. C'est là, le véritable problème.

François Marc :

Le rôle de la maximisation des avantages discrétionnaires

Je voudrais vous interroger sur un point : dans quelle mesure les propos de Bill Black ne renvoient-ils pas aux évolutions et dérives constatées dans la théorie de la firme ? C'est-à-dire le fait que la maximisation des avantages discrétionnaires soit progressivement devenue l'unique objectif de la firme ? Cette culture de l'avantage discrétionnaire ne serait-elle pas un des ferments de la recherche excessive de profits à très court terme, dans la firme bancaire américaine et dans la firme bancaire en général ?

William Black :

La fraude peut détruire un marché entier

S'il n'est pas toujours simple d'identifier l'auteur de la fraude, ni même de démontrer juridiquement qu'il s'agit d'une fraude, on peut cependant facilement repérer les actes économiquement absurdes, ceux qui n'ont aucun sens dans une entreprise honnête et qui pourtant se reproduisent régulièrement. La rémunération des dirigeants est au cœur de ce débat : car un dirigeant ou un cadre sera peu enclin à signaler un problème qui lui permet d'empocher d'énormes bonus.

La fraude n'est évidemment pas la raison unique de la faillite des institutions financières ; néanmoins, force est de constater que dans le cas de la crise des Savings and Loans qui a entraîné une série de faillites, un tiers des prêts comportait des éléments de fraude.

On ne peut pas non plus douter du caractère ravageur de la fraude ; elle rompt la confiance et peut aisément détruire un marché dans son ensemble car ce qui caractérise la fraude c'est la trahison, la perte de confiance. Par exemple, nous avons tous assisté à des réunions avec des petites bouteilles d'eau. Combien d'entre nous prendrait ne serait ce qu'une gorgée de cette eau, si on savait qu'une de ces bouteilles était empoisonnée ? Et bien, c'est la même chose avec la fraude, une fois qu'elle est là, elle peut détruire le marché dans son ensemble, c'est une épidémie.

Robert Wade :

Réduire le poids du secteur financier

L'objectif majeur des réformes doit être de réduire le poids et la puissance du secteur financier avant que ce dernier n'atteigne une taille critique lui permettant d'échapper à toute réglementation.

Je voudrais vous citer un chiffre qui illustre le développement du secteur financier : le poids des transactions financières par rapport au PIB. Aux États-Unis en 1997, il y a donc 13 ans, nous étions autour de 65 %. En 2007, 10 ans plus tard, nous étions quasiment au double, à 115 % du PIB. Une envolée tout à fait spectaculaire. Or, beaucoup de produits du secteur financier ont des conséquences sociales, des conséquences économiques qui rappellent les conséquences dramatiques des explosifs, de la drogue, du tabac ou du nucléaire, et qui font de ce fait l'objet d'une réglementation stricte.

Pourtant, s'agissant du secteur financier, nous avons allégé de plus en plus la réglementation. Il nous faut donc remettre le secteur financier dans un cadre qui doit être commun à tous les produits pouvant avoir des conséquences délétères sur la société.

Pour réduire le poids du secteur financier, voici les trois mesures que je propose.

Changer les systèmes d'incitation des fonds géants

Premièrement, changer les systèmes d'incitation des gestionnaires des « fonds géants » (fonds de pension, fonds de dotation, etc.), fonds qui ont tendance à suivre une dynamique d'échanges et d'opérations relativement de court terme et qui introduisent par ce biais une très grande instabilité. L'une des façons de le faire serait d'imposer une sorte de pénalité financière pour les fonds dont le volume d'activité gonflerait trop rapidement et dépasserait un certain plafond, par exemple 30 % de croissance par an. Une fois le seuil dépassé, le fonds perdrait son exonération fiscale – voire serait soumis à l'impôt – pour la partie excédentaire du volume d'activité.

Les comités de stabilisation financière et les réserves obligatoires pour les crédits immobiliers

Deuxièmement, nous pourrions donner aux banques centrales un rôle préventif et contra-cyclique, plutôt que de leur laisser le soin de remettre en ordre le système chaque fois qu'une bulle éclate. Les banques centrales doivent pouvoir disposer des moyens de détecter et de limiter la formation des bulles et avoir pour mandat d'aller à contre courant, ce qui exige d'autres indicateurs et outils que le taux d'intérêt, trop imprécis. Ceci peut passer par la création de comités de stabilisation financière. Au Royaume-Uni par exemple, on songe à mettre en place un comité de politique financière au sein de la banque d'Angleterre. On peut discuter s'il faut des comités spécifiques – un pour les questions financières, un autre en charge des questions monétaires et de l'évolution des prix – ou au contraire un seul organe responsable de ces deux aspects. Quoi qu'il en soit, il s'agit d'une évolution encourageante. La mise en place de comités dédiés à des fonctions précises au sein de la banque centrale pourrait contribuer à stabiliser les marchés financiers. Il pourrait aussi être envisagé d'instaurer des réserves obligatoires plus conséquentes sur les crédits immobiliers afin d'en limiter le développement.

Réglementer les transactions bancaires transfrontalières

Ma *troisième* proposition concerne la réglementation des transactions bancaires transfrontalières. Par exemple l'affaire Ice Save – où les opérations menées par une banque islandaise échappaient aux régulations des deux pays concernés (Pays-Bas et Royaume-Uni) et relevaient de la seule régulation islandaise – montre qu'il faut repenser le concept de succursale bancaire (bank branch) ; le rapport de l'ONU sur la réforme financière, présidé par Joseph Stiglitz, préconise la suppression pure et simple de cette catégorie. Dans cette perspective, les filiales seraient soumises à la réglementation locale des pays où elles opèrent (ce qui n'est pas non plus sans poser de nouveaux problèmes, par exemple si une banque allemande décide d'implanter une filiale en Bulgarie, où la régulation est moins stricte).

Déséquilibres financiers mondiaux

Je voudrais pour finir évoquer les déséquilibres financiers mondiaux. Une des causes de ces déséquilibres tient en partie aux relations entre les pays développés et les pays en voie de développement. Le système financier mondial n'est pas capable d'accorder des crédits de long terme. Même la Banque mondiale ne le fait qu'à une très petite échelle. Or c'est précisément de ce type de crédit dont ont besoin de nombreux pays en voie de développement. Une solution serait d'augmenter de manière substantielle les fonds propres de la Banque mondiale. Pour cela, il n'y aurait nul besoin d'une contribution conséquente en capital de la part des pays développés ; on pourrait faire appel aux pays intermédiaires tels que le Brésil ou la Chine, qui disposent d'énormes excédents et préféreraient sans doute financer la Banque mondiale plutôt que la consommation des ménages américains ou la guerre en Irak ou en Afghanistan.

Débat : Jacques Mistral, Nicole Bricq et Jean-Paul Pollin

Jacques Mistral :

Finance et nucléaire

Je partage – et j'utilise moi-même assez souvent – la comparaison que vous faites entre nucléaire et finance. Tout comme on ne peut laisser le nucléaire sans régulation et surveillance étroite, on ne peut laisser la finance sans régulation et surveillance.

Je trouve l'expression de Robert Wade très forte : « *réduire la taille et la puissance politique de l'industrie financière sans quoi cette industrie serait capable de résister aux réglementations* ». J'ai l'impression que c'est exactement ce que l'on observe à Washington : l'industrie financière résiste et je serais heureux de voir comment – en termes politiques, et non dans des termes techniques – on peut procéder à sa réforme. Regardons le changement des incitations par exemple, qui a été mentionné, « *changing the incentives* ». L'idée du plafond sur les fonds est intéressante.

Concernant le comportement des banques centrales, les taux d'intérêt ne sont effectivement pas en mesure de contrôler les bulles, l'idée de mettre en place des réserves obligatoires et de

créer un comité de stabilisation financière proposée par Robert Wade me semble intéressante.

Nicole Bricq :

Les spécificités de la BCE

A ce stade, je voudrais insister sur un point. Il est essentiel – dans ce débat sur le rôle des banques centrales – de tenir compte des dissymétries de construction entre la Fed et la BCE. Même si elle est intervenue lors du temps fort de la crise un peu plus sur le modèle de la Fed, la BCE reste corsetée par une vision issue des traités, et divisée sur son avenir. C'est une vraie difficulté et il faut que vous en ayez bien conscience.

Jean-Paul Pollin :

Prendre en compte l'hétérogénéité du contexte européen

Les propositions de Robert Wade sur les banques centrales sont très intéressantes. Mais comme le rappelle madame Bricq, il faut avoir en tête l'hétérogénéité des contextes économiques européens. Par exemple le crédit immobilier, massivement distribué en Espagne, ne l'a que très peu été en Allemagne. Aussi, l'instauration de réserves obligatoires sur les crédits immobiliers ne peut s'appliquer de la même façon d'un pays à l'autre. Il y a donc une vraie difficulté dans le cas de la zone euro à concevoir des instruments de surveillance et de contrôle macro-prudentiel. Difficulté qu'on ne retrouve pas aux Etats-Unis ni au Royaume-Uni.

Je serais néanmoins très favorable à l'instauration d'un comité de stabilisation financière au sein de la Banque centrale européenne. Cependant ce contrôle macro-prudentiel devrait lui-même être établi en concertation au niveau international, ce qui implique relativement peu de discrétionnaire et l'établissement de règles dont la mise en place peut se révéler complexe.

Jan Kregel :

Le point sur les réformes américaines et leurs failles

Retour sur le déroulement de la crise et les interventions de l'Etat pour y faire face

Pour commencer, je voudrais revenir sur le déroulement de la crise financière et la façon dont l'Etat américain est intervenu pour y répondre. Il y a eu trois phases :

La première débute au printemps 2007 avec la faillite de la *New Century* et la quasi-faillite de *Citigroup*, provoquées toutes deux par un type d'actif spécifique : les hypothèques dédiées aux familles aux revenus trop faibles pour accéder à la propriété. Jugeant ce phénomène restreint, la Fed a estimé qu'une réponse exceptionnelle n'était pas nécessaire. La seconde phase de la crise survient au mois de mars 2008, lorsqu'un certain nombre de banques d'investissement font faillite. De nouveau, la Fed a estimé qu'il s'agissait d'un épisode circonscrit et n'est pas intervenue massivement. Enfin, la troisième phase de la crise commence en septembre 2008, avec la faillite de *Lehman Brothers*, les problèmes rencontrés par *Fannie Mae* et *Freddie Mac* et la faillite d'AIG. La quasi-totalité des actifs issus de la titrisation des prêts immobiliers s'est retrouvée soudainement presque sans valeur. C'est à ce moment précis, que la crise a éclaté et a contaminé l'économie réelle, notamment par le biais des entreprises ayant des parts ou détenant des fonds dans les banques en faillite. L'insolvabilité est aussi devenue l'affaire des grandes entreprises. La réponse d'urgence a, cette fois-ci, consisté à sauver de la faillite le système bancaire dans son ensemble. C'est principalement le Trésor américain qui s'en est chargé, avec l'aide des institutions financières en procédant à une extension de bilan afin d'acheter les actifs dont la valeur était devenue quasiment nulle, et en lançant une politique de taux d'intérêt quasi zéro. Les interventions se sont poursuivies à travers le *Troubled Asset Relief Program (TARP)*⁴, le *Federal*

⁴ *Troubled Asset Relief Program (TARP)* ou Plan Paulson prévoyait le rachat d'actifs toxiques par le gouvernement fédéral américain. Il a ensuite été décidé que le Trésor américain prendrait une participation dans le capital des institutions financières les plus touchées afin d'augmenter leurs liquidités.

Deposit Insurance Corporation (FDIC) avec la création de 300 milliards de garanties pour actifs, les *Government-Sponsored Entities (GSE)*, encore appelées « *Agencies* »⁵) sont intervenues en achetant des hypothèques à titriser à hauteur de 40 milliards (aujourd'hui 100 milliards), etc. L'ensemble des fonds débloqués ou créés pour sauver le système bancaire et sortir certains actifs du marché, atteint entre 10 et 13 000 milliards de dollars. Si on reprend l'idée du nucléaire de Jacques Mistral et de Robert Wade, on avait des déchets nucléaires toxiques, et les politiques ont décidé de tous les éliminer du système bancaire, de les faire passer au gouvernement, à la réserve fédérale, au Trésor, au FDIC et à Fannie et Freddie.

Ces interventions visaient à remettre sur pied le secteur bancaire pour lui permettre de financer à nouveau l'économie réelle. Ce fut en partie un échec. Une étude des actifs sous bilan des 25 plus grandes banques américaines montre en effet une diminution de tous les actifs sauf justement des produits considérés comme toxiques (« *structured financial products and structured debts* ») : alors qu'on pensait les avoir éliminés du système, les banques continuaient à en créer ! Pourquoi ? Parce que la création d'actifs collatéralisés offrait la possibilité de les vendre au réseau fédéral et de voir en échange un dépôt dans une réserve fédérale. La politique d'intérêt à taux zéro a en fait créé un transfert direct des profits vers les grandes banques, ce qui explique leurs résultats exceptionnels enregistrés après la crise. En somme, les mesures d'urgence n'ont pas produit les résultats escomptés : le système bancaire est redevenu profitable mais en faisant exactement la même chose qu'avant. Ses moyens d'actions et ses interventions ne se sont pas du tout déployés dans l'économie réelle.

Refroidis par ce bilan en demi-teinte des interventions d'urgence, les législateurs américains peinent désormais à s'accorder sur les réformes à adopter. Une situation inquiétante si l'on en juge par la rapidité d'action déployée lors de la crise de 1929. Dans les années 1930, la crise bancaire a éclaté en mars 1933. Les réformes ont été décidées trois mois plus tard et mises en œuvre un an plus tard. Elles ont entièrement modifié la réglementation du système bancaire aux Etats-Unis avec, entre autres, le *Glass-Steagall Act*. Notre crise a éclaté en mars 2008 et le Congrès est toujours en train – en 2010 – de se demander s'il va effectivement faire quelque chose pour réformer le système⁶.

⁵ Par exemple, Fannie Mae et Freddie Mac.

⁶ Ndlr : Depuis la loi Dodd-Frank a été adoptée par le Sénat.

Le point sur les réformes américaines : protéger les contribuables et en finir avec la « mentalité du « too big to fail »

Les conséquences économiques et sociales de la crise financière et bancaire ont substantiellement influencé les grandes lignes des réformes financières et bancaires. En effet, en 2008 et 2009 pendant que le Trésor et le gouvernement américains sauvaient de la faillite les banques avec l'argent des contribuables, des millions d'entre eux perdaient leur emploi et leur maison, et le sauvetage des grandes banques n'a strictement rien changé à leur quotidien.

Tirant les leçons de cette situation, la ligne directrice de la réforme en cours de discussion aux Etats-Unis consiste à faire en sorte qu'en cas de nouvelle crise, le peuple américain n'ait pas à payer le sauvetage du système bancaire. Elle prévoit⁷ :

1. La création d'un conseil de stabilité financière dont la mission serait d'anticiper les crises. Mais une crise d'une telle ampleur peut-elle être prévue par ce genre d'instance ? J'en doute. On avait créé la Financial Stability Forum avec le même mandat, mais celui-ci n'a pas réussi à prévoir la crise aux Etats-Unis.

2. Un système de faillite, de banqueroute, avec la possibilité de faire passer en procédure d'urgence les décisions de faillite. J'ai quelques doutes aussi sur l'efficacité d'un tel système car si des petits délits peuvent passer rapidement en jugement, la faillite d'une banque pesant plus de 10 milliards de dollars ne peut être décidée aussi rapidement.

3. La taxation des banques. Le problème soulevé par l'instauration d'une taxe bancaire est celui de son assiette. Les banques de taille petite et moyenne, dont les faillites ne mettraient pas en danger le système et qui seront donc liquidées par la FDIC en cas de problème, refuseront de payer une taxe dont elles ne verront jamais les bénéfices. Il faudrait donc que cet impôt repose sur quelques très grandes banques uniquement. Mais alors les sommes collectées ne seront jamais assez importantes pour permettre le sauvetage d'une seule de ces grandes banques en cas de problème.

4. Le *Lincoln Amendment* et la *Volcker Rule* reprennent en partie l'esprit du *Glass Steagall Act*, à savoir la séparation des banques de dépôt et des banques d'investissement.

Le premier prévoit la séparation de la gestion des

produits dérivés du reste des activités de la banque. La seconde va un peu plus loin en proposant que les banques ou institutions détenant une banque ne pourraient faire du *proprietary trading* (le *trading* en contrepartie d'opérations clientèles serait autorisé).

Il a finalement été décidé que les banques puissent continuer à traiter les dérivés, mais uniquement si elles constituent un subsidiaire capitalisé séparément. On pourrait comparer cette volonté de traiter les dérivés séparément à la muraille de Chine : celle-ci n'a pas réussi à protéger la Chine de l'invasion mongole.

5. Le *Franken Amendment* ambitionne de renforcer le contrôle des agences de notations. Un rapport va être publié à ce sujet. Le problème avec les agences de notations c'est qu'on fait des rapports depuis 1975, mais que ceux-ci n'ont jamais débouché sur aucune réforme.

6. En ce qui concerne les fonds de gestion alternatifs (*hedges funds*), les gestionnaires de ces fonds devront les enregistrer et faire du reporting de toutes leurs positions.

7. Le problème du *shadow banking* n'a, quant à lui, pas été traité.

Au regard de ces réformes, une coopération transatlantique pourrait être envisageable dans le domaine de la régulation des *hedges funds*, où les législations sont similaires, mais demeure complexe dans deux autres domaines : celui des banques, d'abord puisqu'en Europe, le modèle bancaire dominant est celui des banques universelles, la séparation bancaire n'a donc pas beaucoup de sens et celui des risques liés aux activités internationales (« *cross-border exposure* ») ensuite, où les différences de législation posent un certain nombre de problèmes : par exemple si Lehman New York a fait faillite, Lehman UK existe toujours.

Débat : Jean-Paul Pollin et Jan Kregel

Jean-Paul Pollin :

« Too interconnected to fail »

À mon tour je voudrais remercier les organisateurs pour cette journée, qui nous est utile car de ce côté-ci de l'Atlantique nous avons du mal à voir comment évolue le débat aux États-Unis, et a fortiori comment évoluent les décisions.

américain puis promulguée le 21 juillet 2010.

⁷ Ndlr : au 17 juin 2010, date de la conférence.

Suite à l'exposé de Jan Kregel, je pense que la crise actuelle pose moins le problème du « *too big to fail* » que celui du « *too interconnected to fail* » : il y a des interconnexions que nous n'avions pas vues ou imaginées. La question de la liquidité et celle des prix des actifs par exemple. Car la propagation de la crise ne s'est finalement pas faite de banque en banque mais beaucoup plus par le prix des actifs.

Concernant les mesures prises, il existe une différence entre les Etats-Unis plus le Royaume Uni et l'Europe : si aux Etats-Unis et au Royaume Uni ont fait grand cas des techniques de liquidation des grandes banques, en Europe l'idée est plutôt de taxer les banques pour ne pas faire payer aux contribuables le prochain plan de sauvetage. Je crois davantage à la solution qui consiste à taxer les banques pour constituer des fonds en cas de problème, qu'aux procédures de liquidation des banques dont l'aspect incitatif reste limité.

Concernant le Glass-Steagall Act, la crise étant venue d'une pollution de la banque traditionnelle par les activités de marché et étant un nostalgique déclaré de cette règle, je serais en faveur de son retour, d'autant plus qu'elle constitue une solution à la fois facile et radicale : une crise n'est grave finalement que lorsque les problèmes de marchés financiers viennent affecter la banque traditionnelle, celle qui gère des dépôts et fait des crédits, c'est-à-dire celle qui a une véritable utilité sociale. De ce point de vue, je crois que c'est une très bonne façon de résoudre les problèmes. Je voudrais en outre rappeler que Mervyn King et Andrew Haldane – respectivement gouverneur et directeur de la stabilité financière de la banque d'Angleterre – sont tous deux partisans de cette solution. J'ajoute que je ne crois pas à la possibilité de séparer le *trading* pour comptes propres et le *trading* en contrepartie d'opérations clientèles proposée par la *Volcker Rule*.

Enfin, la question des fonds propres et la mise en place d'un ratio international de liquidités est à l'origine de nombreuses polémiques en France, ces mesures étant susceptibles pour certains d'augmenter le coût du crédit. Cette crainte doit être évincée, le théorème de Modigliani et Miller expliquait déjà en son temps que la structure financière et donc le ratio fonds propres sur dette sur le coût du capital, n'avait pas d'influence sur le coût du crédit.

Jan Kregel :

Repartir de la définition de « ce qu'est » et « n'est pas » une banque commerciale

Jusqu'à présent, le Congrès ne s'est pas réellement intéressé à la question des ratios. Il y a néanmoins différentes propositions évaluant les ratios nécessaires à 15 ou 16 %. Nous sommes dans une zone d'incertitude législative dans ce domaine, mais ce n'est pas le seul : le projet de loi en l'état actuel, se concentre essentiellement sur le problème du *too big to fail* et toute une série de problématiques ne sont pas abordées.

Concernant un retour au Glass-Steagall Act, je suis moi-même un grand nostalgique de cette loi, mais il nous faut garder en mémoire les raisons de son échec afin de ne pas répéter les mêmes erreurs.

Le Glass-Steagall Act a abouti à un monopole des banques commerciales qui procédaient à la collecte de dépôts, en garantissant leurs recettes avec un taux zéro sur la collecte. Dans la première mouture du Glass-Steagall Act, il n'était même pas fait mention des banques d'investissement. Ce n'est que plus tard qu'elles y ont été incluses : une partie de la loi encadrait les activités des banques commerciales, une seconde traitait des banques d'investissement et stipulait qu'elles ne pouvaient en aucun cas faire ce que faisaient les banques commerciales.

Avec le développement de la concurrence – lié aux évolutions technologiques – entre banques commerciales et banques d'investissement, les banques d'investissement se sont avérées plus profitables que les banques commerciales. Cette situation a contribué à l'érosion du monopole des banques commerciales et la loi de 1999⁸, n'a fait qu'entériner toute une série de processus juridiques et administratifs, qui débutèrent dans les années 1950⁹ et permirent aux banques commerciales de participer aux activités sur les marchés financiers, les marchés de produits dérivés, etc., afin de garantir leur existence.

Je reste donc sceptique quant à un retour au Glass-Steagall Act et je pense qu'il serait plus utile que les législateurs s'efforcent de mieux définir le

⁸ Le *Gramm-Leach-Bliley Act (Financial Services Modernization Act)* de 1999, dont le rapporteur était Phil Gramm, met fin au Glass-Steagall Act en autorisant la mise en place de banques universelles. Cette loi a permis la fusion de Citibank avec la compagnie d'assurances Travelers Group sous le nom de Citigroup, qui devint l'un des plus importants groupes de services financiers au monde.

domaine de compétence des banques commerciales. Il faut partir d'une définition « en béton » de ce qu'est ou n'est pas une banque commerciale pour empêcher que celle-ci ne soit vidée de son sens par des pratiques réglementaires. Je ne sais pas comment on peut aboutir à ce résultat dans un système hyper concurrentiel, à moins de faire de la fonction de collecte de la banque commerciale – qui correspond à un bien public – une fonction du secteur public. Sans quoi les mécanismes qui ont conduit à la fin du Glass-Steagall Act, risquent de refaire surface et mener à une nouvelle crise financière, d'où mon scepticisme.

Perry Merhling :

La responsabilité du Shadow Banking System dans la crise

Je voudrais axer mon intervention sur le rôle des CDS et des CDO dans la crise et insister sur le fait que ces produits ne peuvent être compris de manière séparée, puisqu'ils constituent les éléments clés d'un système intégré : le système bancaire fantôme (*Shadow Banking System*). Ce système bancaire fantôme n'a cessé de croître ces dernières décennies pour finalement remplacer le système bancaire traditionnel. Ce système de créances étant mondial, la coopération transatlantique dans ce domaine est essentielle d'autant plus que c'est du système de banques parallèles que sont venues les difficultés. Le système bancaire fantôme est le grand responsable de la dégradation du système bancaire traditionnel dans son ensemble.

Contrôler les courtiers

Dans un système de créances fondé sur des marchés de capitaux, l'acteur principal n'est pas la banque mais plutôt le courtier qui transforme le prêt en titre. L'effort de régulation devrait donc se concentrer sur la capitalisation et la liquidité des courtiers, plutôt que sur les banques – exactement comme en 1913, lorsque la Federal Reserve Bank a été créée pour amener sous contrôle public un club de banquiers. Aujourd'hui aussi, nous sommes à un moment charnière, nous sommes là pour essayer d'amener sous contrôle public les opérations effectuées par un club de courtiers qui ont privilégié leurs intérêts dans ce système bancaire fantôme.

L'approche bancaire comme outil de compréhension des CDS et des CDO

Jusqu'à présent, le CDS a été principalement perçu sous le prisme de la finance, comme une sorte de dépôt d'assurance ou une garantie. Pourtant, le CDS remplit deux fonctions : celle d'assurer contre le risque et celle d'améliorer la liquidité. Le problème principal est que ces deux éléments sont entremêlés. La fonction de soutien de liquidités, compréhensible en soi, a été utilisée de manière inappropriée afin de réaliser un transfert de richesses. Il est essentiel de les séparer à nouveau.

Cela étant, l'interdiction des CDS peut-elle être envisagée comme une solution ? Non, car les CDS constituent une extension logique de la fonction d'acceptation classique, l'acte fondamental définissant l'acte bancaire. L'acceptation classique était le mécanisme consistant à transférer des liquidités bancaires vers des liquidités non bancaires, et soutenir ainsi les échanges. Le CDS moderne est un mécanisme semblable. Il constitue simplement une traduction dans la pratique d'un système de créances fondé sur les banques à un système de créances fondé sur les marchés de capitaux.

Si la création de chambres de compensation constitue une amélioration, cela ne suffit pas : une chambre de compensation conçue comme une activité lucrative ne peut pas servir d'intermédiaire de dernier recours (« *dealer of last resort* »). L'intermédiaire de dernier recours, en réalité, c'est la banque centrale : la Fed est l'intermédiaire entre deux banques qui ne souhaitent pas faire de transaction l'une avec l'autre. Si l'on souhaite que les chambres de compensation assurent cette fonction, il faudra rendre possible l'interopérabilité entre les chambres de compensation en Europe et aux États-Unis. C'est une question dont il faut discuter. Les marchés de CDS les plus liquides sont des indices synthétiques de CDS, mais ce sont des marchés qui ont été mis en place pour faire des bénéfices, et non pour assurer une fonction d'intérêt général.

La coopération des banques centrales reste donc essentielle. Mais plus largement encore, ce qui pourra permettre de sortir de cette crise c'est la coopération politique, la coopération des intérêts publics pour faire face à la coopération transatlantique des intérêts privés qui, elle, existe déjà. Les obstacles à la régulation ne sont pas d'ordre technique, mais politique. On entend toujours dire que l'interopérabilité ne peut pas fonctionner à cause de difficultés techniques. C'est complètement faux, c'est une question de volonté politique.

Réactions : Pascal Canfin

Le point sur le débat au sein des institutions européennes

Je vous propose de revenir sur les processus législatifs européens relatifs à la réforme du système financier international, un domaine qui relève de la codécision entre le Conseil européen et le Parlement : la Commission établit une proposition, ensuite le Conseil et le Parlement disposent d'un an pour préparer chacun leur propre proposition et se mettre d'accord sur une position commune.

Les fonds alternatifs

Au sujet des fonds alternatifs et du « passeport européen », les débats portent sur la localisation géographique de ces fonds : les fonds situés en dehors de l'Union européenne doivent-ils bénéficier d'un « passeport » au même titre que les fonds gérés et localisés dans l'Union ? Si la Commission européenne répond positivement à cette question, la position du Conseil est radicalement différente, les Etats membres craignant de perdre le contrôle sur l'application effective de la directive.

Au-delà de la question du « passeport », le projet de directive traite également des obligations de transparence et de l'effet de levier : faut-il donner au régulateur la possibilité de limiter l'effet de levier utilisé par un *hedge fund* – et, si oui, à qui ce pouvoir doit-il être confié ? Aux instances nationales ou à une instance européenne commune ? Si un accord semble se dégager sur des prérogatives élargies, le choix du niveau reste controversé : au sein du Parlement, une très large majorité considère que cette régulation nouvelle doit prendre corps au niveau européen, les marchés étant interconnectés. Au sein du Conseil, les Etats membres demeurent cependant réticents à laisser ce pouvoir à une nouvelle autorité européenne. Or, si la régulation des fonds alternatifs reste nationale, ne risque-t-on pas de voir émerger un dumping réglementaire, les fonds préférant s'installer là où la réglementation est la plus souple ?

L'enjeu transversal à ces débats est donc celui du transfert de souveraineté. Le même vaut pour la question de la supervision macroprudentielle et microprudentielle : faut-il créer une autorité européenne pour réguler les activités bancaires par-delà les frontières nationales et, si oui, quelles

doivent être ses prérogatives sur les autorités nationales et les acteurs privés concernés ?

Une majorité du parlement européen serait favorable à la signature d'un accord entre la future *Autorité européenne de supervision des marchés* (ESMA) et la *Securities Exchange Commission* (SEC) américaine, afin que celle-ci puisse contrôler l'application du droit européen. Là-aussi, le Conseil est totalement opposé à la position du parlement.

Les produits dérivés

Concernant les produits dérivés, ils seront traités dans deux projets de directive distincts : l'un sur l'infrastructure des marchés (les chambres de compensation), l'autre sur les dérivés eux-mêmes. Ces deux textes, proposés par la Commission européenne en septembre 2010, feront l'objet de négociations parallèles au sein du Conseil et au Parlement.

Avant même qu'ils soient rendus publics, le Parlement européen a publié de son côté un rapport d'initiative présentant ses propres idées en la matière, dans l'espoir d'éviter les blocages politiques qui s'étaient produits au sujet des fonds alternatifs, lorsque le projet de la Commission avait présenté un projet établi quasiment sans consultation.

Au parlement, une position majoritaire s'est dégagée autour des points suivants :

Une standardisation maximale des produits dérivés afin de faire transiter autant de transactions que possible par les chambres de compensation. Si cette solution est loin d'être suffisante, elle est indispensable pour fournir aux régulateurs de l'information. Quant aux transactions de gré à gré qui continueront de se faire, elles seront assorties d'exigences de fonds propres supplémentaires, supérieures à celles qui transiteront par les chambres de compensation. Sur ce point, la question est de savoir de combien de chambres de compensation nous avons besoin en Europe, étant donné la pluralité des monnaies et des banques centrales dans l'espace communautaire. Une chambre de compensation doit être connectée à une banque centrale pour pouvoir assurer la bonne gestion de la liquidité et du risque. Si plusieurs chambres sont créées, quelle sera leur interopérabilité et comment éviter qu'elles s'engagent dans une concurrence réglementaire en vue d'attirer autant de fonds que possible ? Une concurrence réglementaire entre différentes chambres de compensation rendrait le système totalement absurde.

Il y aura, très probablement, plusieurs chambres

de compensation, ne serait-ce que parce que tous les pays membres de l'Union Européenne ne font pas partie de la zone euro. C'est politiquement non négociable. Toute la question est de savoir si elles feront l'objet d'un même cadre régulateur ; sur ce point, il y a une majorité raisonnable au Parlement européen pour dire qu'il ne faut pas entrer dans une logique de compétition mais qu'il faut traiter les chambres de compensation comme des biens publics. Il faut appliquer les mêmes règles partout, au moins en Europe, quitte à négocier ensuite les conditions d'interopérabilité avec les chambres de compensation américaines. Le débat se poursuit en revanche sur la gestion des produits dérivés : tous les dérivés émis en euros doivent-ils s'échanger dans une chambre de compensation en euro ? Faut-il y inclure les transactions des banques dont le siège est situé dans l'Union européenne ? Etc.

Concernant les CDS, la question reste ouverte. A l'heure actuelle, il n'y a pas de majorité politique en Europe, ni de majorité au sein des Etats membres, pour vouloir interdire l'intégralité des CDS. En revanche, se dessine une majorité potentielle d'Etats et d'eurodéputés pour donner la possibilité aux régulateurs – reste à savoir s'il s'agit d'un régulateur européen unique ou des régulateurs nationaux – d'interdire certaines catégories de produits selon les circonstances, au cas par cas, qu'il s'agisse de CDS ou d'autres dérivés. Il ne s'agit donc pas d'une interdiction a priori mais d'une possibilité d'interdire à tout moment un produit jugé risqué ou nuisible – comme l'a fait récemment le régulateur allemand pour la vente à découvert à nu des dettes souveraines. L'Allemagne l'a fait dans un cadre national, ce qui a limité l'efficacité de la démarche. La question est de savoir si on doit le faire au niveau européen, quelle sera l'efficacité de ce système, etc.

Une autre réponse politique envisageable consisterait à soumettre les émetteurs des CDS à une sorte de stress-test, pour estimer la probabilité de réalisation de l'événement censé être couvert par le CDS en question. Par exemple, des compagnies d'assurance de type AXA ou Allianz ne sont pas menacées par la faillite lorsqu'elles doivent payer l'intégralité de l'assurance liée à un feu de forêt dans une région. A l'inverse, si la Grèce fait défaut, les banques qui ont émis des CDS n'auront aucune chance de survivre puisqu'elles sont elles-mêmes très exposées aux risques de la dette grecque – pas uniquement parce qu'elles détiennent la dette souveraine en question, mais aussi parce que leurs propres activités sont menacées par la crise : c'est une assurance qui est elle-même soumise au

risque qu'elle est censée couvrir. Puisqu'aucune majorité ne se dessine pour interdire les CDS, l'idée est de travailler à une réglementation au cas par cas, portant sur les émetteurs des CDS. Si cette idée n'est pas une réponse globale, elle a le mérite d'aborder la question centrale, celle de savoir si l'assureur apporte vraiment une assurance contre le risque.