

UNE CRISE SÉVÈRE QUI APPELLE DES POLITIQUES NOUVELLES

ENTRETIEN AVEC DENIS KESSLER

Président-directeur général, Scor

REF et Risques : Pensez-vous que la crise actuelle, comme les deux crises précédentes, la crise asiatique et la crise des valeurs internet, devrait être rapidement absorbée ?

Denis Kessler : La crise financière que nous connaissons est beaucoup plus sévère que ne le pensent en général les experts qui se réfèrent aux deux crises précédentes que vous citez. Elle va, en outre, très probablement durer plus longtemps.

Le choc, qui a été estimé récemment à 1 000 milliards de dollars par le Fonds monétaire international (FMI), soit quatre fois plus que ce qu'il prévoyait en octobre 2007, est en effet d'une ampleur largement supérieure aux crises financières précédentes, que ce soit la crise des « *savings and loans* » du début des années quatre-vingt-dix, l'éclatement de la bulle japonaise qui pèse encore aujourd'hui sur l'économie nipponne, ou la crise asiatique de la fin des années quatre-vingt-dix. Non seulement ce choc est d'une ampleur inégalée mais, en outre, il percuté pour la première fois l'ensemble du secteur financier et l'ensemble des économies mondiales. Les pertes bancaires ne représentent que la moitié du total, l'autre moitié étant supportée par les assurances, les fonds de pension, les *hedge funds* et diverses entités publiques. Les pertes européennes sont quasiment équivalentes aux pertes américaines. L'Asie, y compris l'Asie émergente, n'est pas épargnée même si elle semble moins affectée à ce stade compte tenu des dynamiques internes de croissance en œuvre dans cette partie du monde.

Il est peu probable que l'activité économique ne soit pas très sérieusement affectée par ce choc. Les vitesses d'évolution monétaire et financière sont nettement plus rapides que les vitesses des variables économiques et l'on observe toujours un phénomène d'hystérésis

entre les deux sphères. Aussi, les résultats économiques disponibles aujourd'hui peuvent encore inciter à un certain optimisme. Le rythme de croissance économique s'est situé au quatrième trimestre 2007, dans les pays industrialisés, à des niveaux supérieurs à 2 %. Mais les signes précurseurs d'un retournement économique s'amoncellent : les enquêtes conjoncturelles sont orientées à la baisse, la production industrielle ralentit et le chômage augmente aux États-Unis. De fait, le président de la Réserve fédérale américaine (Fed), Ben Bernanke, confessait devant le Congrès américain le 2 avril dernier que l'économie américaine était probablement d'ores et déjà en récession. À l'inverse des États-Unis, l'Europe semble vivre un été indien – cela ralentit l'arrivée de l'hiver mais ne le supprime pas – qui incite ses gouvernants à nourrir des illusions dangereuses sur le découplage des économies européennes par rapport à l'économie américaine. Ce faisant, ils oublient un peu vite un certain nombre de faits dérangeants : les perspectives de production des entreprises et la confiance des consommateurs sont orientées à la baisse dans les enquêtes conjoncturelles, la situation du marché immobilier est pour le moins préoccupante dans un certain nombre de pays (Espagne, Royaume-Uni...) et l'inflation s'envole, sans l'excuse d'une monnaie qui se déprécierait. De fait, on voit mal comment un choc financier de l'ampleur de celui que connaît l'Europe pourrait ne pas affecter sérieusement son activité. De même, il est douteux que les économies émergentes, y compris en Asie, puissent se découpler durablement du destin des économies industrialisées dont elles dépendent pour la moitié de leurs débouchés d'exportation. Aussi, il n'y aura pas de découplage entre la sphère financière et la sphère économique, pas plus qu'il n'y aura de découplage à terme entre les États-Unis et

l'Europe ? Et j'ajoute qu'il n'y aura pas de découplage entre la France et le reste de l'Europe, invoqué par certains en arguant de nos spécificités.

REF et Risques : Comment le secteur de l'assurance et de la réassurance a-t-il plus particulièrement réagi à la crise des marchés financiers ?

Denis Kessler : Il est difficile de se faire, à ce stade, une idée précise de l'impact de la crise sur le secteur de l'assurance et de la réassurance, d'autant que, si l'on excepte les *monolimers* (rehausseurs de crédit), les sociétés d'assurances et de réassurance n'ont pas connu les chocs qui ont frappé certaines grandes banques et qui ont obligé ces dernières à publier une masse d'informations relativement importantes sur leurs expositions. De fait, si l'ensemble des pertes nettes subies par les banques dans le monde sont estimées entre 440 et 510 milliards de dollars par le FMI, celles subies par les assurances seraient de l'ordre de 105 à 130 milliards de dollars. Comparées aux pertes des banques, les pertes des assurances et réassurance ne seraient que marginalement imputables aux « *subprimes* » et aux crédits « *Alt-A* ». La crise est d'abord et avant tout bancaire : les banques avaient sorti de leurs bilans, en recourant à la titrisation sous des formes très variées, des prêts douteux consentis à des emprunteurs peu solvables. Cette masse de créances douteuses, dont la valeur de marché s'est effondrée et dont les échanges se sont écroulés, est peu ou prou réintégrée dans les bilans bancaires, ce qui se traduit par des pertes importantes et ce qui conduit à des recapitalisations massives. La spécificité de cette crise jusqu'à présent est que les banques ont, dans la plupart des cas, trouvé les moyens de leur recapitalisation grâce notamment aux fonds souverains. Tant qu'il y a recapitalisation par le marché – et dans certains cas assez rares par l'intervention directe de l'État (Northern Trust), les banques conservent leur capacité de prêt. Une des questions qui se pose est la permanence de cette situation de capacité de recapitalisation des banques. Par ailleurs, la réaction des autorités monétaires a été une politique d'injection massive de liquidités dans le système bancaire (aux États-Unis et au Royaume-Uni, et dans une

moindre mesure en zone euro), ce qui a permis d'éviter l'apparition d'une crise de système et facilite leur refinancement.

Revenons au secteur de l'assurance et de la réassurance. À défaut de disposer de données plus synthétiques, on peut approcher la situation du secteur à partir des cours boursiers, en faisant l'hypothèse de rationalité et d'efficacité des marchés financiers. On constate alors que, très curieusement, les cours boursiers des sociétés d'assurances et de réassurance ont connu un parcours similaire à ceux des banques. Cela est plus particulièrement vrai pour les cours des sociétés d'assurance vie. Certes, l'assurance et la réassurance sont, elles aussi, affectées par la crise. À leur actif, comme investisseurs, elles subissent la baisse du cours des actions et, pour les sociétés qui ont investi dans ce type d'actifs, le défaut des « *subprimes* », « *Alt-A* » et autres produits toxiques, elles subissent les difficultés des *hedge funds* dans lesquels elles ont investi. Enfin, elles subissent des pertes potentielles à la suite de la hausse des taux sur les obligations qui ne sont pas *investment grade* ou dont le rehausseur de crédit est en difficulté. À leur passif, elles sont potentiellement impactées par l'assurance des crédits immobiliers et des crédits à la consommation qui sont en défaut, par l'assurance de la responsabilité civile des dirigeants qui seraient mis en cause du fait de la crise, par l'assurance des obligations dont le crédit est affecté par la crise, et par les conséquences de la chute des valeurs et rémunérations financières sur l'assurance vie. Toutefois, on aurait pu s'attendre à une plus grande résilience des valeurs d'assurance à la crise, spécialement par rapport aux valeurs bancaires ; en effet, on sait que, sur le long terme, les risques réels ont une influence prépondérante par rapport aux risques financiers en assurance de dommages notamment, et que les contraintes de liquidité y sont beaucoup moins rigoureuses et coûteuses que dans la banque (le cycle de production y est inversé par rapport à la banque et le bilan y « tourne » une fois tous les quatre à cinq ans en moyenne, quand il se renouvelle plusieurs fois par an chez les banquiers). Depuis la fin du mois de janvier 2008, le marché semble avoir mieux intégré ces spécificités, à tout le moins pour la réassurance ainsi que pour l'assurance non-vie : les

valeurs d'assureurs et de réassurance se sont redressées par rapport aux valeurs bancaires. Insistons sur le fait qu'un élément important à prendre en compte dans la capacité d'une institution financière à faire face à une crise financière est la « viscosité » du passif de son bilan. Prenons deux cas polaires : d'une part, une « Sicav » (Société d'investissement à capital variable) qui a une valeur liquidative à tout moment et, d'autre part, un fonds de pension qui ne sert que des rentes. La crise frappera directement la Sicav qui devra réaliser des actifs pour servir la liquidité pour les investisseurs qui rachètent leurs parts, et ce quelle que soit la valeur des actifs gérés ; et elle concernera de manière médiate le fonds de pension qui n'a d'obligation que de servir du *cash* à terme, les adhérents n'ayant pas la possibilité de demander le remboursement de leurs cotisations préalables. Les sociétés d'assurance de dommages ont un indicateur de viscosité de leur passif très élevé, les sociétés d'assurance vie moins élevé ; en fait, tout dépend des clauses contractuelles prévues. Mais pour ces sociétés, l'indicateur de viscosité est de toute façon nettement supérieur à celui des établissements de crédit.

REF et Risques : Quelles sont les principales causes de la crise actuelle ?

Denis Kessler : Il y en a au moins trois principales : les tensions géopolitiques (et le coût de la guerre en Irak), la globalisation, et les politiques économiques où il faut inclure tant les politiques monétaire et budgétaire que la régulation des secteurs financiers. La guerre a toujours été une source de déséquilibres majeurs. Souvenez-vous de la guerre de Corée. Souvenez-vous aussi de la guerre du Vietnam qui s'est soldée par la détérioration de la situation des finances publiques fédérales, par l'apparition d'un déficit des paiements courants, par la suspension de la convertibilité-or du dollar suivi de sa chute, par l'effondrement du système de Bretton Woods, par l'envolée du prix des matières premières ainsi que du pétrole, et par l'emballement de l'inflation dans le monde. Six ans séparent la décision d'intervention militaire de Johnson en 1965 et la suspension de la convertibilité-or du dollar par Nixon en 1971. On ne

peut pas manquer de faire un parallèle avec la situation actuelle. La crise des « *subprimes* » éclate en 2007, six ans après l'intervention en Afghanistan, suivie de la guerre en Irak, alors que le déficit des paiements courants américains atteint des sommets historiques, que les prix des matières premières et du pétrole se situent à des niveaux historiquement élevés et que l'inflation semble être malheureusement de retour.

La globalisation est aussi l'une des causes importantes de la crise actuelle. Nous sommes probablement en présence de la première crise financière globale à la fois par ses causes, sa nature et ses conséquences. Il est clair que l'accélération de l'inflation est globale : la hausse du prix du pétrole est liée à une tension globale sur les capacités et non à la décision unilatérale de l'Opep (Organisation des pays exportateurs de pétrole) comme dans les années soixante-dix. De même, la hausse du prix des produits alimentaires est-elle liée à la tension mondiale sur la demande... Les déséquilibres des paiements courants sont eux-mêmes globaux : ils affectent quasiment toutes les parties du monde, les États-Unis comme l'Europe et l'Asie, les pays industrialisés comme les pays émergents et les pays en développement, les flux financiers comme les échanges commerciaux et les échanges de services. Le désajustement des parités est aussi global : il concerne toutes les monnaies, en ce sens que toutes les parités paraissent aujourd'hui « désajustées », pas seulement celles du dollar et de l'euro mais aussi celles du yen, des monnaies de l'Asie émergente, au premier rang desquelles le yuan, et des monnaies d'Amérique latine et d'Afrique.

Enfin, les politiques économiques ont elles-mêmes une responsabilité substantielle dans la crise actuelle. D'une part, la politique monétaire suivie dans le monde depuis la crise des valeurs internet et l'attaque du World Trade Center est restée trop longtemps excessivement « accommodante ». Les taux d'intérêt très bas qui ont prévalu au cours de cette période ont incité les investisseurs à rechercher du risque pour trouver la rémunération dont ils avaient besoin pour couvrir les hausses de taux qu'ils avaient anticipées. Cela explique les excès de faveur dont la titrisation a joui auprès des investisseurs. Il en est résulté une sous-tarification du risque. Les bas taux d'intérêt ont

aussi contribué à l'explosion de l'endettement dont témoigne la fortune des LBO (*leverage buy-out*) – les taux d'endettement des ménages et des entreprises ont augmenté de 50 % en dix ans aux États-Unis et en Europe ! D'autre part, la régulation prudentielle du secteur financier dans le monde a induit un transfert de risque massif entre les agents au cours de ces dernières années. Des exigences prudentielles en capital trop souvent déconnectées de la réalité du risque, telle qu'appréciée par les modèles internes par exemple, ont incité les institutions financières à utiliser le transfert de risque, et notamment la titrisation, non point pour optimiser la couverture du risque porté par elles mais pour ajuster le niveau de ce risque au niveau des exigences réglementaires. Enfin, la focalisation du marché financier sur le ROE (*return on equity*) des institutions financières a contribué à cette « optimisation » de leur base de capital qui a pu produire des effets pervers en les incitant à trop externaliser les risques qu'elles avaient souscrits.

REF et Risques : Quel doit être l'apport de la politique macroéconomique, tant monétaire que budgétaire, à la stratégie de sortie de crise ?

Denis Kessler : Tout semble nous montrer que la politique macroéconomique est largement inefficace dans les circonstances actuelles, avec pour conséquence que la crise devrait être non seulement plus sévère que les crises précédentes mais aussi plus longue.

La stratégie « Greenspan », reprise par Ben Bernanke, consistant à inonder de liquidités l'économie et à baisser les taux d'intérêt monétaires n'a pas jusqu'ici donné les résultats escomptés. Cette stratégie évite les crises aiguës de liquidité mais ne répond pas à la crise financière qui génère ces crises de liquidité. Il y a à cela deux raisons. D'un côté, cette politique de bas taux d'intérêt a été assez largement la cause de la crise actuelle, comme on vient de le voir. Les acteurs économiques sont surendettés – la preuve, c'est qu'ils ne parviennent pas à rembourser leurs dettes ! – et la solution serait de baisser les taux d'intérêt pour *in fine* maintenir le flux de crédit à ces acteurs surendettés... De l'autre côté, l'épicentre de l'onde de choc qui a

frappé le système financier mondial se situe sur les marchés, dans une myriade de véhicules de titrisation et non dans quelques banques bien connues. À l'inverse de celles-ci, il ne peut être atteint que très indirectement par la politique monétaire, dans le cadre de mouvements de liquidité assez largement aveugles et de grande ampleur qui le réduisent très sensiblement, voire l'annulent. Mais, il n'y a pas que la politique monétaire à avoir perdu de son efficacité, c'est aussi le cas des finances publiques. D'une part, les déficits structurels des finances publiques des pays industrialisés sont, en moyenne, supérieurs à ce qu'ils étaient lors de la crise précédente au début des années 2000, ce qui laisse donc moins de marge de manœuvre pour soutenir l'économie. Cela est particulièrement vrai pour la France qui présente le déficit structurel le plus élevé de la zone euro. D'autre part, le fait que le cœur de la crise de liquidité se situe sur les marchés pose le même problème aux finances publiques qu'à la politique monétaire.

L'usage qui est fait depuis plusieurs années de la politique monétaire et de la politique budgétaire comporte des risques de plus en plus sérieux pour l'économie. En inondant de liquidité une économie qui est déjà surliquide, la politique monétaire incite à la poursuite de l'endettement qui se situe déjà à un niveau excessif ; elle crée les conditions nécessaires et suffisantes au dérapage de l'inflation, elle pourrait favoriser l'éclosion d'une nouvelle bulle spéculative. Mais, surtout, en renflouant systématiquement les institutions bancaires qui sont confrontées à des problèmes de liquidité lors des crises financières, les politiques monétaire et budgétaire pénalisent les concurrents bien gérés et introduisent un aléa moral très significatif dans la gestion de ces institutions. Les banques sont incitées à accorder moins d'attention à la gestion de leurs risques dans la mesure où elles sont susceptibles d'être sauvées en cas de difficulté. Comme preuve des effets déstabilisants de cet aléa moral, on notera qu'une agence de notation s'est récemment demandé si elle ne devait pas accorder systématiquement aux banques une notation équivalente à celle des titres souverains en raison de cette garantie implicite des pouvoirs publics, monétaire ou budgétaire !

Le traitement de la crise actuelle relève donc moins de la politique macroéconomique – monétaire ou budgétaire – qui a atteint les limites de ce qu'elle pouvait faire, ou d'un renforcement de la régulation, que d'une bonne politique de réformes structurelles. Plus que jamais, et en France plus qu'ailleurs, la réforme structurelle constitue la priorité. L'agenda de la réforme est bien connu : il couvre à la fois la flexibilisation du marché du travail, la simplification du droit social, la baisse des prélèvements obligatoires, la réduction de la dépense publique, la résorption rapide des déficits publics, l'ouverture à la concurrence des secteurs « protégés », notamment des assurances sociales.

REF et Risques : Faut-il alors réagir à la crise en régulant plus strictement les banques, les assurances et la finance structurée ?

Denis Kessler : Il est en effet de coutume de réagir aux crises en s'étonnant tout d'abord des « erreurs commises par les agents économiques, les spéculateurs, naturellement aveuglés par la poursuite du profit qui les inciterait à privilégier le court terme ». L'évidence de ces erreurs et l'incapacité du marché à les éviter conduisent tout naturellement ceux qui croient en l'État rationnel, omniscient et bienveillant, à proposer, dans l'urgence, un renforcement de la réglementation destiné à favoriser la transparence du management et à mieux encadrer la prise de risque et les choix des acteurs. Le renforcement de la régulation, en même temps qu'il augmente la responsabilité des pouvoirs publics dans le bon fonctionnement des banques, accroît la légitimité – voire la nécessité – d'un sauvetage public de celles-ci lorsqu'elles seront confrontées à une nouvelle crise dans le futur. Or, comme nous l'avons vu, cette disponibilité affichée de l'État à sauver les banques induit un phénomène d'aléa moral qui accroît cependant la probabilité d'une nouvelle crise, vraisemblablement d'un nouveau type. C'est ainsi que l'on renforce un cercle vicieux. Il est curieux que rares soient ceux qui s'interrogent sur les raisons qui font que, en dépit du renforcement continu de la régulation prudentielle, les crises financières n'aient diminué ni en nombre ni en ampleur.

Nous partageons tous la même culture financière et la crise actuelle est tout autant l'échec des banques, que celui de l'État régulateur et des autres responsables politiques, notamment de la politique monétaire ou de la politique comptable (les normes IFRS, *International Financial Reporting Standards*, ont incontestablement amplifié la crise). Cela devrait inciter tout le monde à la modestie car tout le monde s'est trompé et personne, surtout pas le régulateur, n'a la solution au problème posé.

Le renforcement de la régulation prudentielle peut avoir un autre effet pervers si l'on n'y prend garde. Il peut tout simplement créer les conditions d'une nouvelle crise. Dans le renforcement de la régulation prudentielle, il y a implicitement cette croyance selon laquelle un peu plus de prudence ne peut jamais faire de mal tandis qu'un peu de moins de prudence est une liberté concédée qui a toujours un coût. Or, ce point de vue est erroné. Une régulation trop prudente n'est pas nécessairement meilleure et, surtout, elle ne réduit pas forcément les risques de crise ; elle a même de fortes chances de les accroître. La régulation ne doit pas être considérée d'un point de vue uniquement statique. Les institutions financières réagissent à la régulation, elles adaptent leurs comportements. Si l'on relève les exigences prudentielles, par exemple les exigences en capital, au-delà de ce que le marché estime raisonnable, de ce que le consommateur est prêt à payer, on incite le marché soit à abandonner les activités concernées, soit à chercher de nouvelles façons de rendre le même service qui permettent d'échapper à ces exigences prudentielles. Pour cela, le risque doit être transféré à d'autres acteurs qui ne sont pas soumis aux mêmes contraintes. Le risque ne disparaît donc pas mais il est localisé ailleurs dans l'économie et il est, selon toute probabilité, logé à un endroit où il est moins bien géré par des acteurs moins capables de le porter. Plus le risque est disséminé dans de nombreux bilans – financiers ou non –, plus il est difficile à traiter lorsqu'il s'aggrave. Au final, le niveau de risque global a selon toute vraisemblance augmenté dans l'économie. C'est toute l'histoire des excès récents de la titrisation. La réponse à cela n'est certainement pas le « plus de régulation » mais une régulation plus pertinente et plus efficace qui tienne

bien compte des incitations qu'elle génère de façon à respecter le bon équilibre entre le « trop » et le « pas assez ».

Pour ce qui concerne plus particulièrement l'assurance et la réassurance, leur régulation devrait être améliorée sur plusieurs points. Tout d'abord, la volatilité introduite par la *fair value* des nouvelles normes comptables internationales devrait être atténuée afin de mieux prendre en compte l'horizon plus long de la (ré)assurance et le fait que les contraintes de liquidité y soient moins sévères que dans la banque. Je fais référence à l'indicateur de viscosité évoqué auparavant. Cela pourrait être réalisé soit en adaptant la définition de la *fair value* afin de lui permettre de tenir compte de l'horizon moyen de détention des actifs en fonction des passifs, soit en modifiant les règles de solvabilité de façon à ce que les exigences en capital soient proportionnées au risque tel qu'apprécié à l'horizon de temps cohérent avec la durée des passifs. Cela serait particulièrement utile pour les investissements en actions qui présentent, sur le long terme, un mouvement de retour vers la moyenne qui est très intéressant pour la couverture des engagements longs des assureurs et réassureurs. Pour cela, il serait toutefois nécessaire que les *standard-setters* et les régulateurs abandonnent leur approche traditionnelle selon laquelle l'excès de prudence n'a pas de conséquences négatives significatives et privilégie une approche en termes d'adéquation optimale à la réalité du risque. Enfin, il faudrait que les autorités de contrôle soient plus prudentes dans l'usage qu'elles font de la notation des agences pour calculer les exigences en capital sur les actifs.

Last but not least, le temps nous semble venu de réfléchir sur l'objectif implicite de la réglementation de l'activité d'assurance qui est d'immuniser aussi complètement que possible le consommateur des aléas de la gestion des sociétés d'assurances. Cela n'est pas spécifique à l'assurance et se retrouve dans la réglementation des banques et des marchés financiers. Mais, il est clair que, au-delà d'un certain point, ce principe d'immunisation conduit à déresponsabiliser totalement les consommateurs qui n'ont plus aucune incitation à contrôler leurs sociétés puisque ce contrôle est effectué par ailleurs par les autorités

compétentes. Cela revient à rendre inopérante une grande partie des forces du marché dont l'apport le plus précieux vient justement de la pression qu'elles exercent sur la qualité du service, sur son adéquation aux besoins des consommateurs et sur sa capacité à se renouveler. Aucun marché ne peut fonctionner correctement sans consommateurs actifs et responsables. De ce point de vue, nous sommes confrontés à une problématique de « lame de rasoir » : l'excès d'immunisation du consommateur induit des déséquilibres qui nécessitent toujours plus de régulation immunisatrice.

REF et Risques : Dans ces conditions, quel serait le dispositif le plus adapté pour traiter les crises financières et bancaires ?

Denis Kessler : Si l'on veut éviter une détérioration de la qualité de la gestion de nos banques, il faut absolument résister à la tentation simpliste du renforcement de la régulation pour s'interroger sur les modifications à apporter à l'équilibre de la régulation actuelle, au vu de ses échecs récents, et mettre un terme à la « garantie implicite » de l'État qui incite à la prise de risque excessive et pénalise les concurrents bien gérés.

Pour cela, on pourrait s'inspirer de mécanismes expérimentés dans d'autres secteurs financiers, comme en assurance avec Garéat (Gestion de l'assurance et de la réassurance des risques attentats et actes de terrorisme) en France et TRIA (*Terrorism Risk Insurance Act*) aux États-Unis qui permettent de couvrir les attentats terroristes ayant atteint une dimension systémique. Les banques en difficulté se verraient accorder la garantie de l'État pour emprunter sur le marché les liquidités nécessaires. Cette garantie qui serait facturée aux banques au prix de marché de la garantie (tenant compte du niveau effectif des risques particuliers de telle ou telle institution financière) devrait comporter une clause très significative de participation aux résultats en cas de retour à bonne fortune. Ainsi, contrairement à la situation actuelle, la pérennité des banques concernées serait assurée sans que les actionnaires peu diligents des banques puissent bénéficier du retour de l'institution à une

meilleure fortune obtenue grâce au secours de l'État ou grâce à des avances faiblement rémunérées des banques centrales, aux conditions identiques pour tous les acteurs. Cela constituerait, selon moi, une puissante incitation à la bonne gestion, ne déresponsabiliserait pas les actionnaires et introduirait une discrimination positive des établissements de crédit en ne pénalisant fortement que ceux qui ont une mauvaise gestion de leurs risques.

Cette solution présente plusieurs avantages. Tout d'abord, comme je l'ai dit, elle a été expérimentée avec succès dans l'assurance. Ensuite, elle donnerait

enfin des incitations correctes à la bonne gestion du risque aux institutions financières et réduirait donc les risques de nouvelle bulle spéculative à l'avenir, contrairement à la situation actuelle qui rend plus que probable une nouvelle bulle. Enfin, elle protègerait mieux les politiques monétaire et budgétaire. On voit bien que, aujourd'hui, la politique monétaire est prise dans un dilemme entre l'inflation qui dérape et les banques qu'il faut soutenir tandis que la politique budgétaire est, elle-même, prise dans un autre dilemme entre la soutenabilité des finances publiques, surtout au sein de la zone euro, et le soutien à l'activité ainsi qu'aux consommateurs.

