



PRÉSENTATION

Après un article introductif analysant le fait générateur de la crise, le marasme que connaît le marché immobilier *subprime* aux États-Unis, cette première partie du rapport moral présente les analyses des régulateurs et des experts sur les leçons à tirer de cette « crise de la finance », notamment pour la régulation bancaire et financière. Elle aborde aussi la question des incitations à donner aux acteurs financiers, s'agissant notamment de la rémunération, et évoque enfin les problèmes posés par l'avènement d'une nouvelle catégorie d'acteurs, les fonds souverains.

INTRODUCTION

Marc-Antoine Lacroix revient, depuis l'Agence financière aux États-Unis, sur la crise des subprimes aux États-Unis. Il indique que la crise pose trois questions principales : quelle sera l'ampleur et la durée de la correction du secteur financier nécessaires pour purger la crise immobilière, alors que des facteurs

externes (risques généraux sur la titrisation, illiquidité du marché obligataire privé, comptabilisation *mark-to-market*) créent une forte incertitude sur la robustesse du secteur bancaire ? Comment réduire l'impact de la crise des *subprimes* et de la baisse des prix immobiliers sur l'économie américaine par un *policy mix* approprié, alliant le bon dosage de politique monétaire (injonction de liquidités et baisse des taux) et de stimulation budgétaire ? Quelles conséquences en tirer sur l'évolution de la régulation du secteur financier qui a montré ses limites, le risque étant que le législateur américain se focalise sur la gestion à court terme des conséquences de la crise et oublie les mesures structurelles susceptibles de prévenir sa répétition.

LE POINT DE VUE DES RÉGULATEURS

Xavier Musca tire les premières leçons des turbulences actuelles, vues du Ministère de l'économie. Il analyse

les dysfonctionnements des marchés financiers qui ont contribué à amplifier la crise, et s'interroge en second lieu sur les leçons à en tirer pour les régulateurs en terme de gestion des crises. Celles-ci concernent tant l'amélioration de la coordination de l'action des banques centrales et l'harmonisation de leurs outils que les autres autorités publiques concernées, ministres des finances et superviseurs. Les progrès enregistrés au niveau européen pourront nourrir les réflexions internationales sur le sujet. S'agissant de la réponse à apporter aux défaillances observées, elle repose fondamentalement sur une plus grande responsabilisation des acteurs de la sphère financière à travers deux axes principaux : l'accroissement des exigences de transparence d'abord, qui permet de mieux faire jouer la discipline de marché ; des pratiques de gestion des risques renforcées ensuite, qu'elles concernent notamment une meilleure mesure du risque de liquidité ou des risques extrêmes, ou l'implication plus forte des dirigeants dans le suivi des risques. Les besoins d'information concernent aussi les investisseurs, qui doivent se montrer plus exigeants, et doivent pouvoir s'appuyer sur des méthodes fiables de valorisation des instruments financiers.

Michel Prada analyse de son côté les problèmes soulevés par la crise du point de vue du régulateur de marché. Il dresse en premier lieu un panorama des principales lacunes du marché des produits de financement structurés : les pratiques défaillantes d'appréciation des risques de crédit par les agences de notation, insuffisance de transparence sur la nature et l'évolution sur les actifs

sous jacents aux opérations de titrisation, incertitudes sur la liquidité du marché et la formation des prix, et enfin absence d'information sur les détenteurs finals des produits structurés. Pour les régulateurs du marché, la problématique de la transparence est centrale : elle se décline à plusieurs niveaux : l'information donnée par l'émetteur, celle fournie par les agences de notation, l'information sur les marchés et enfin l'information sur les sponsors et les arrangeurs. Des travaux communs sont en cours sur ces sujets entre le Comité de Bâle et l'OICV. La gestion des risques et la problématique comptable sont aussi en cours d'examen. C'est toute la confiance dans ce marché de la titrisation qui est à restaurer pour qu'il puisse reprendre son développement sur des bases saines et sécurisées.

COMMENT ÉVITER UNE REPRODUCTION DE LA CRISE ?

Pour *Michel Aglietta*, le naufrage des crédits structurés qui est à l'origine de la crise, s'il ne remet pas en cause la finance de marché, questionne les principes qui inspirent l'innovation financière et leur mise en oeuvre par les professions financières, qui sont toutes impliquées dans le désastre. Les dysfonctionnements se sont produits à tous les maillons de la chaîne, au niveau du découplage entre initiateurs de crédits et porteurs du risque, du regroupement de prêts théoriquement non corrélés, de l'empilement de couches de titrisations co-arrangées



par les banques d'affaires et les agences de notation, et de leur financement à court terme à travers des structures hors bilan des banques. La remise en ordre préconisée par Michel Aglietta concerne tous les acteurs : les banques centrales qui doivent utiliser les outils appropriés pour maîtriser les crédits ; les régulateurs, qui doivent lutter contre les arbitrages réglementaires et favoriser les produits simples, standardisés, traités sur les marchés organisés ; les agences de notation, qui doivent faire l'objet d'une véritable supervision. Des investisseurs de long terme, capables d'assumer des risques sur des produits plus transparents, doivent aussi être suscités pour permettre à la titrisation de contribuer, comme ce devrait être sa vocation première, à la liquidité des marchés.

Christian de Boissieu évoque les grandes questions de régulation : en premier lieu, les agences de notation, qui doivent adapter leurs méthodes et leurs moyens à une complexité financière qui ne disparaîtra pas. Elles doivent mieux gérer leurs conflits d'intérêt par un mode de rémunération approprié et une claire séparation de leurs activités. Un label européen et un renforcement de leur code de bonne conduite sont aussi souhaitables. En second lieu la réglementation prudentielle des banques issue de Bâle II, à peine entrée en application, doit sans doute être revue, même s'il ne faut pas ajouter une instabilité réglementaire à l'instabilité financière actuelle. Parmi les pistes d'amélioration : une meilleure prise en compte du risque de liquidité, la révision du paramétrage des modèles,

la réduction de la procyclicité des normes prudentielles et comptables. Il évoque enfin trois thèmes : l'exemple des SICAV monétaires a montré la nécessité de progresser dans l'information sur les produits financiers ; certains trous de la réglementation pour les *hedge funds* et les fonds souverains doivent être comblés. S'agissant de la gouvernance financière mondiale, le G7/G8 devrait être élargi pour faire rentrer les grands pays émergents, et au niveau européen, une nouvelle impulsion devrait être donnée au processus Lamfalussy pour renforcer la convergence entre régulateurs.

Pour *Dominique Plihon* et *Michel Castel*, la crise actuelle a révélé un découplage considérable entre l'économie réelle et la finance qui est de nature systémique et qui nécessite l'instauration d'un nouveau système de régulation passant par le renforcement du contrôle des banques. Ils proposent trois axes de renforcement des instruments de maîtrises des risques : l'élargissement du périmètre des entités soumises à la réglementation bancaire et prudentielle, telles les finance companies qui ne collectent pas de dépôts, quand leur poids peut enclencher la méfiance dans la sphère financière ; le renforcement de la réglementation prudentielle en matière de risque de marché, intégrant notamment dans le ratio de solvabilité le risque de liquidité ; une réforme des conditions de refinancement par les banques centrales : plutôt que des injections massives de liquidités qui créent les conditions de la prochaine crise, les banques centrales pourraient fixer à chaque groupe bancaire un plafond



individuel de refinancement, différencié selon les types d'actifs, et utiliser plus largement le mécanisme des réserves obligatoires. La protection des clients pourrait enfin être renforcée par une réglementation renversant la charge de la preuve et permettant de réprimer l'« abus de faiblesse » dont pourraient être victimes les clients non avertis.

DE NOUVELLES INCITATIONS POUR LES ACTEURS DE LA FINANCE

Après avoir analysé la genèse de la crise, qui a vu le cadre réglementaire des banques dépassé par l'innovation financière, *André Lévy-Lang* s'interroge sur la responsabilité des banques d'investissements et plus particulièrement des mécanismes de rémunération des activités de marché dans la crise. S'agissant des établissements bancaires eux-mêmes, il note que leur mode de rémunération, très différent selon qu'il concerne les activités de marché, rémunérées au moment de la transaction, et le crédit rémunéré dans la durée d'une marge de financement, a pu les inciter à multiplier les transactions sans être responsabilisés sur leur dénouement. S'agissant de la rémunération des dirigeants et des agents, il note une dissymétrie dans la prise de risque par rapport aux actionnaires : l'augmentation considérable des bonus au cours des dernières années, a pu inciter à une prise de risque excessive, alors même que celui-ci était supporté in fine essen-

tiellement par les actionnaires, et que les mesures de ce risque à travers les modèles montraient leurs limites. Sans réglementer dans le détail ces modes de rémunération, les autorités de contrôle devront tenir compte de ces biais de comportement lors du réexamen nécessaire des règles de supervision.

Paul Dembinski revient sur les justifications théoriques des rémunérations des « capitaines » de l'économie et de la finance. Il pose d'abord la question de savoir si ce sont les niveaux ou les mécanismes de rémunération qui posent problème, puis il aborde l'opposition désormais classique entre le contrôle et la propriété des entreprises cotées en bourse. Il montre à quel point la logique financière a pris le dessus de la logique d'entreprise, la rémunération des chefs d'entreprise n'étant qu'un aspect d'un processus plus large, la financiarisation. Il présente en annexe un diagnostic percutant de ce processus sous la forme d'un « manifeste pour une finance au service du bien commun », rédigé par l'Observatoire de la Finance, qu'il anime, et trois pistes d'action : procéder à une critique des postulats sous jacents aux dogmes de l'efficacité économique et financière véhiculés par les théories contemporaines, au détriment des préoccupations éthiques ; réinstaurer dans la vie économique des incitations à la durée des relations, contrariées par la prééminence actuelle de la culture de la transaction ; mettre en place des méthodes et moyens permettant de desserrer le carcan que les « silos d'épargne » et les promesses des retraites font peser sur l'activité productive.



L'AVÈNEMENT DE NOUVEAUX ACTEURS : LES FONDS SOUVERAINS

Nicolas Véron décrit un des faits majeurs de l'année 2007, la montée en puissance spectaculaire, en marge de la crise, des fonds souverains, nouvelle forme de capitalisme d'État, qui représentent une force d'investissement d'environ 3000 Mds \$ fin 2007. Ces fonds témoignent des rééquilibrages de fond à l'œuvre dans la planète financière, qui suscitent immanqua-

blement des oppositions. Face à la tentation de diaboliser ces nouveaux arrivants, l'auteur esquisse un scénario optimiste : si ces fonds font le nécessaire apprentissage de la discipline financière en matière d'investissement et de gestion d'actifs, et si les occidentaux font simultanément celui du respect vis-à-vis de ces nouveaux acteurs, non dénués de compétence, le monde y gagnera. Malgré un certain nombre d'erreurs de part et d'autre, qui ont alimenté les fantasmes, les premières étapes sont jugées plutôt encourageantes.

