

Table ronde

Réformer le capitalisme financier ?

Participants :

Anton Brender

Dexia Asset Management

André Cartapanis

IEP Aix-en-Provence

Jean-Paul Fitoussi

OFCE

Christian Parisot

Aurel-BGC

Jean-Paul Pollin

Université d'Orléans

Président de session : **Henri Sterdyniak**

Henri Sterdyniak : Les deux exposés que nous venons d'entendre nous ont placés devant une alternative délicate. Pour Anton Brender, les marchés sont indispensables ; ils peuvent fonctionner de façon satisfaisante, mais cela suppose que les autorités publiques soient en permanence vigilantes, surveillent les prix de marché et s'entendent pour obtenir un équilibre macroéconomique mondial satisfaisant. Pour Jean-Paul Pollin, les marchés sont foncièrement instables et aveugles. Les autorités doivent faire la part du feu ; les marchés doivent s'appuyer sur le système bancaire, doivent le surveiller, doivent lui permettre de se développer et de jouer tout son rôle de fournisseur de crédit et de garant de placements stables. Le système bancaire doit être protégé et isolé des marchés financiers. Ceux-ci foncièrement instables doivent être réservés aux capitaux qui acceptent de prendre des risques. Auparavant, André Cartapanis nous a montré combien il est difficile de s'entendre à l'échelle mondiale sur une gouvernance satisfaisante du système financier. Nous allons maintenant avoir le point de vue d'un économiste puis d'un praticien.

Jean-Paul Fitoussi : Faut-il opposer les banques et les marchés ? De mon point de vue, Pollin et Brender ont raison tous les deux. Ce sont bien les banques qui ont failli ; c'est en raison de problèmes bancaires que nous en sommes arrivés là. Qu'ont fait les marchés ? Ils ont donné aux banques la possibilité de faillir, ils ont donné aux banques la possibilité de faire des opérations hors bilan.

Le deuxième point qui est invoqué en règle générale en ce qui concerne les systèmes financiers, notamment les banques, mais aussi les assurances, c'est que les normes comptables sont pro-cycliques, *Mark-to-Market* est quand même une norme pro-cyclique. J'étais très sensible à cet argument jusqu'au moment où je me suis aperçu que c'était l'argument massif des banques, que toutes les banques et les compagnies d'assurance souhaitaient que l'on supprime ce système *Mark-to-Market*. Comment souhaiter à la fois supprimer ce système *Mark-to-Market* et plus de transparence dans des activités qui

consistent à transformer de l'épargne courte en des placements longs et à être confronté tous les jours à la nécessité de rembourser. Sur quelles valeurs vont-elles rembourser si ce n'est sur la valeur que leur octroie le marché ?

Selon Anton Brender, la croissance de la Chine n'aurait pas été possible sans son énorme accumulation des réserves. Je n'arrive pas à comprendre cet argument ; ma thèse est exactement l'inverse. La croissance de la Chine eut été plus importante si la Chine n'avait pas été contrainte de dégager un excédent d'épargne aussi important, et donc je n'arrive pas à comprendre pourquoi cet excédent d'épargne aurait favorisé la croissance de la Chine.

Je reviens sur les points les plus fondamentaux. On parle de réformer le capitalisme financier. Pour moi le capitalisme financier est d'abord un capitalisme. Il participe donc de l'objectif général du capitalisme qui est celui de l'accumulation du capital. Que cette accumulation se fasse par la médiation du système financier est assez normal. Cela a déjà été dit par Marx, excusez-moi de citer un auteur aussi politiquement incorrect.

Dire que c'est une crise du capitalisme, cela signifie que, en réalité, ce qui advient sous forme symptomatique de crise financière est une crise beaucoup plus profonde et qui a dans tous les secteurs des traits assez communs. Le système aberrant de rémunérations ne se trouve pas seulement dans le système financier ; on le trouve aussi dans les grandes entreprises. Il suffit de voir la liste des rémunérations des grands patrons dans l'ensemble des pays du monde. Le système a dépassé la mesure, qu'il s'agisse de son volet financier ou de son volet réel. C'est la raison pour laquelle il me semble qu'il convient de distinguer entre les causes apparentes et les causes profondes de la crise dans laquelle nous nous trouvons. Les causes apparentes, c'est l'explosion du système financier, les problèmes bancaires, le fait que le système a cherché à prendre de plus en plus de risques pour satisfaire des exigences de rendement exorbitant, qu'il a cru lui-même pouvoir satisfaire, je ne sais pas si c'est par stupidité ou par ruse. La cause profonde est que le monde vit depuis deux décennies au moins avec un excès d'épargne, qu'il a fallu masquer par la montée de l'endettement. L'excès d'épargne est dû à la fois à la croissance des inégalités dans la répartition des revenus à l'intérieur de chaque pays et à l'accumulation de réserves excessives dans les pays émergents et dans autres pays producteurs de matières premières.

Comment pouvait-on masquer cette déficience de la demande globale sinon par l'endettement, endettement privé comme endettement public ? Endettement privé qui permettait aux ménages, malgré la stagnation de leurs revenus, de pouvoir consommer les nouveaux produits et endettement public qui était la conséquence de politiques budgétaires très actives dans les pays anglo-saxons qui ne peuvent pas se permettre une situation de chômage et d'un système de protection sociale très développé dans les pays européens, système de protection sociale qui se voyait évidemment mettre en déficit à chaque fluctuation de l'activité. On a assisté simultanément à la montée de l'endettement public et privé dont le régime de croissance que cet endettement soutenait n'était pas lui-même soutenable, et voilà pourquoi la crise me semble se révéler aujourd'hui à partir du moment où on a compris que la soutenabilité du système n'était pas assurée.

Que faire dans une telle situation ? Je voudrais rappeler quelques points. Le premier est que le financement de l'économie est un bien public ; on s'en aperçoit maintenant, puisque les États volent au secours de ce financement. Si c'est un bien public, il peut

faire l'objet d'une gestion déléguée au système bancaire, ce qui implique un cahier des charges. Ce cahier des charges n'a pas été explicité. Pourtant les systèmes bancaires bénéficient d'un ensemble de lois qui pour des raisons publiques, de lutte contre la corruption, contre la fraude, etc., contraignent les agents à passer par les systèmes bancaires. Il faut donc imaginer un système qui permettrait de généraliser les cahiers des charges à l'ensemble de la finance bancaire.

La finance de marché, c'est autre chose ; je ne crois pas qu'on puisse évoluer dans une économie où on supprimerait tous les risques. Les marchés financiers continueront donc à se développer avec la rationalité que l'on sait. Ces marchés ont une tâche quasiment impossible à accomplir qui est la réconciliation des plans des agents portant sur le futur. En situation d'incertitude, cette tâche est complexe et donc les marchés financiers vont dysfonctionner la plupart du temps. Le problème est que l'on a cru le contraire, que les marchés étaient capables d'autorégulation et donc de corriger spontanément leurs propres dysfonctionnements, ce qui est une impossibilité totale.

On a donné aux banques centrales comme mission principale de lutter contre l'inflation. Paradoxe de l'histoire, c'est au moment même où elles atteignent cet objectif que l'instabilité macroéconomique générale se fait jour. En effet, depuis à peu près un quart de siècle, les banques centrales ont atteint leur objectif concernant l'inflation. On s'est insuffisamment interrogé sur le fait que la séparation à la Tinbergen des objectifs et des instruments n'était rationnelle que dans le cadre d'un modèle linéaire sans incertitude. Dès le moment où on tient compte de l'incertitude, on voit que seule une très forte coordination et la poursuite de plusieurs objectifs en même temps permettent de résoudre le problème de la stabilité financière. Cette nécessité d'une forte coordination entre l'ensemble des instruments de la politique économique souligne que l'on a été trop loin dans l'indépendance des banques centrales. Trop d'indépendance nuit à la nécessaire coordination entre tous les instruments de politique économique. Il faut donc revenir à quelque chose de plus raisonnable en matière à la fois d'instruments et d'objectifs pour assurer cette coordination.

Nous sommes aujourd'hui dans une situation originale, celle où tous les pays ont instauré des programmes de relance budgétaire et des programmes de garantie des systèmes bancaires. On s'est peu intéressé à la structure de ces programmes. Si cette structure est déséquilibrée, ceci aura des impacts sur les taux de change. Je prends un exemple : en Europe, on estime, et on le dit explicitement, en tout cas en France et en Allemagne, que les plans réussiront ou non selon la relance américaine. Si la relance américaine est massive et qu'elle est jugée peu crédible, elle ne bénéficiera pas à l'Europe dans la mesure où elle s'accompagnerait d'une dépréciation très forte du dollar. Si les plans ne sont pas coordonnés, le prochain déséquilibre financier viendra des évolutions erratiques des taux de change.

Deuxième exemple, si l'on veut régler la situation des excès de réserve des pays émergents, il faut d'abord s'interroger sur les raisons pour lesquelles ces pays ont accumulé ces excédents. Les raisons principales sont connues de tous : c'est pour se mettre à l'abri de l'instabilité macroéconomique globale du monde dans lequel nous vivons, c'est pour conserver leur souveraineté, c'est-à-dire ne pas être pris sous les fourches caudines du système monétaire international. Le paradoxe est que, jusqu'il y a quelques mois, on s'interrogeait sur l'utilité du FMI dans un monde où les pays en développement n'avaient plus besoin de lui puisqu'ils avaient accumulé leurs propres réserves. Des déséquilibres importants sont d'autant plus probables que la plupart des

pays émergents n'ont ni les moyens, ni la crédibilité de mettre en œuvre des plans analogues à ceux des pays riches. Les garanties des systèmes bancaires que ces pays peuvent mettre en place ne sont pas crédibles. Donc les capitaux fuient des pays émergents, c'est l'une des raisons de l'appréciation du dollar.

Vu leurs problèmes financiers, les pays émergents ne peuvent pas subventionner leurs secteurs en difficulté. Ce qui veut dire que les plans de relance des pays industrialisés, s'ils ne prennent pas en compte ces externalités qu'ils ont sur les pays émergents, peuvent aggraver leurs problèmes, puisque dans la mesure où les pays émergents n'ont pas les moyens de mettre en œuvre les mêmes programmes que les pays développés, les programmes mis en œuvre dans les pays développés s'analysent comme de la concurrence déloyale. Subventionner l'automobile dans les pays développés, c'est réduire les possibilités de l'automobile dans les pays émergents. Donc il y a un effet systémique global dans laquelle la finance joue certes un rôle mais pas nécessairement le rôle principal.

Aujourd'hui, la question essentielle est de redonner confiance au système mais on ne sait pas redonner confiance au système puisque la confiance a été perdue pour des raisons objectives. Le système a menti. Si le système a menti, il est très difficile de lui refaire confiance. Comment le réformer ? On est confronté là à une impossibilité quasi-politique. André Cartapanis a tout à fait raison, la difficulté politique c'est qu'on ne voit pas comment vont émerger des règles de gouvernance globale, une nouvelle architecture à l'échelle globale où il n'y aura pas possibilité de *free riding* de la part des pays comme des agents privés. Donc il y a un problème politique majeur que posent les évolutions en cours, problème politique majeur qui montre pourquoi le débat aujourd'hui renaît entre les partisans du protectionnisme et les partisans du libre-échange. Qu'on le veuille ou non, le fait d'être incapable de le résoudre à l'échelle globale conduit déjà à des protectionnismes nationaux.

Christian Parisot : Je ne vais pas vous parler d'économie théorique, et oublier mon métier d'économiste, mais plutôt vous exposer les sentiments d'une personnes qui a été pendant dix ans dans une salle des marchés et qui a donc une autre vision, pratique plutôt que théorique.

Je suis un courtier, donc un intermédiaire financier. Juste un petit mot sur les volumes dans la finance. Il va y avoir une forte baisse des volumes ; l'effet de levier va se réduire ; des gens vont quitter la profession. Cependant, il faut analyser les « volumes » sur les marchés avec prudence. Sur le marché des actions, vous avez la baisse du marché de 50 %, plus la baisse en volume de nombres de titres échangés, ça vous donne des mouvements assez impressionnants. Par contre, il y a eu un gros mouvement de volume sur le crédit et sur les obligations d'État. Au total, les volumes échangés sur les marchés demeurent importants... Je pense qu'il y aura quand même du volume, et que les volumes resteront, tout l'argent ne s'est pas évaporé !

Autre problème posé par les marchés financiers, on ne peut pas dire que la dernière transaction faite à un certain niveau représente la valeur d'une entreprise. Alcatel ne vaut pas la dernière transaction à cinq minutes avant la clôture qui vous donne le prix de clôture. C'est un échange qui s'est fait. Derrière il n'y a pas de destruction monétaire !

Aujourd'hui ces capitaux vont notamment sur des obligations d'État. C'est un faux problème de parler de problèmes d'émissions des États parce qu'aujourd'hui, tout le monde veut du papier d'État.

Premier point, la finance : je ne suis pas très pessimiste. Certains *hedge funds* commencent à avoir de nouveau des souscriptions, pas tous les *hedge funds*, ce sont surtout les *hedge funds* macro qui ont le vent en poupe. Pourquoi ? Parce qu'ils s'aperçoivent, aujourd'hui, que certains arbitrages n'ont pas été faits sur certains marchés. Le problème dans cette crise est que l'on a eu une baisse des rendements, car trop de gens ont joué la même stratégie au même moment. Lorsque vous êtes un *hedge*, vous arbitrez les anomalies de marché, vous recherchez les niches. Cette niche n'existe plus quand trop d'intervenants arrivent. Pour assurer les rendements qu'ils promettaient à leurs clients, les *hedge* étaient alors obligés de prendre plus de risques, de faire des aberrations qu'ils n'auraient pas fait autrement. Il y a un retour de souscription sur certaines stratégies, pas sur toutes, par exemple, les *hedge* qui arbitraient en fusion-acquisition sont morts, par contre les *hedge funds* macro remontent. Il faut faire attention aux marchés, les marchés renaissent très vite, peut-être pas là où on les a connus.

Les *hedge macro* sont des gens qui jouent des idées macroéconomiques. Par exemple, ils font prendre des positions spéculatives *via* les changes, comme le *yen carry trade*, ou ils vont jouer des idées macroéconomiques sur les secteurs. Par exemple, on fait le plan de relance Paulson. Quels sont les secteurs favorisés ? Quels sont les secteurs moins Paulson ? C'est l'activité qui a le vent en poupe.

Je ne vous dis pas qu'il n'y a pas un choc dans la finance, il y a un choc, certains traders vont disparaître, mais d'autres activités de marché démarrent très vite. Très rapidement, on peut avoir de nouveau des bulles. N'y a-t-il pas aujourd'hui une bulle qui se forme sur les taux d'État ? Finalement, ne ferait-on pas que des transferts de bulle ?

Le plan Geithner propose de créer un fonds de défaisance, à capitaux public et privé, en fait, un gros *hedge fund*. Ce fonds, avec des capitaux privés, va acheter des actifs toxiques. Le Trésor américain nous dit : « je ne veux surtout pas me mêler du *pricing*, ce serait immoral que je donne un prix, donc je laisse aux gérants spécialisés du privé, des *hedge*, la tâche de *pricer* les actifs toxiques ». Ainsi, il crée un gros *hedge fund* de 500 milliards de dollars qui va ensuite les hedger à 1 000 milliards. On a critiqué les *hedge* qui avaient des positions à levier mais l'État américain fait un fonds à effet de levier.

Un des gros problèmes aujourd'hui est que la liquidité n'est pas là où il faudrait ; elle est mal allouée ; ceci force les États à remplacer les agents privés. La finance ne disparaît pas, elle change, elle mute, elle est sur d'autres produits, sur d'autres raisonnements, sur d'autres financements, elle s'adapte, elle peut très vite repartir. Aujourd'hui on force la main au secteur privé, en donnant la garantie de l'État ; la contrepartie est que l'État prend le risque, un risque beaucoup plus fort, qu'il n'a pas forcément envie de prendre.

Sans doute, faudrait-il surveiller la prochaine bulle. Les marchés sont allés de bulles en bulles. Cela rejoint une autre problématique, peut-être plus théorique, de politique monétaire, d'excès de liquidités, de taux d'intérêt trop bas de la part des banques centrales pendant trop longtemps, notamment la Banque centrale américaine. On n'arrive pas à reprendre ces excès de liquidités. La Fed les a injectées en septembre 1987 pour contrer le krach boursier. C'est, sans doute une des raisons pour laquelle on n'a pas eu de crise très profonde en 1987 ; après, la Fed a rebaisé les taux à chaque crise, crise LTCM, crise asiatique, peur du *bug* de l'an 2000, crise en 2000-2001 ; à chaque

fois, la Fed a injecté beaucoup de liquidités. C'est toujours la même solution : redonner des liquidités et essayer à tout prix de redémarrer le crédit, permettre aux agents de se ré-enderter pour relancer la machine.

Deuxième point sur l'aspect réglementation internationale de la finance. À partir du moment où vous laissez les capitaux s'investir partout dans le monde avec une liberté totale des mouvements, vous n'êtes pas sur un marché local. Aujourd'hui, nous avons dans nos locaux en France, quelqu'un qui traite toute la nuit avec l'Amérique latine et les États-Unis. La localisation de cette personne en France n'a pas d'importance. Avec les moyens de communication modernes et les informations qui sont devenues internationales, les capitaux vont très vite d'un pays à un autre. Cela implique qu'on ne peut avoir une réglementation qu'au niveau international.

Dès qu'on parle d'une limitation de salaires, dès qu'on parle de réglementation plus stricte en France, on va dire : cela va tuer la finance française. Aujourd'hui, les Suisses essaient de faire du *dumping* pour essayer d'attirer les meilleurs traders de Londres. Si la Suisse ne rentre pas dans le jeu de la limitation des salaires, les traders de Londres vont venir en Suisse. Les traders sont très mobiles. Et là où je suis très pessimiste, c'est que je ne crois pas que les pays se mettront d'accord pour faire une réglementation internationale. Je ne le vois vraiment pas. C'est un leurre de vouloir réglementer la finance s'il n'y a pas des règles dans tous les pays, y compris les paradis fiscaux, car certaines entreprises n'hésitent pas à délocaliser certains fonds dans ces paradis fiscaux où il n'y a aucun contrôle. Beaucoup d'abus, qui ont pu exister, continueront d'exister et on ne pourra pas aller contre, c'est un gros problème.

Les marchés sont devenus internationaux et interconnectés ; c'est de plus en plus vrai ; cela vient en partie de l'information qui est devenue internationale. S'il se passe cette nuit quelque chose sur Rio Tinto, on va tout de suite se poser la question, est-ce que ça va affecter Arcelor sur la Bourse française à son ouverture. Il n'y a plus de déconnexion. Aujourd'hui on raisonne vraiment au niveau mondial. Les investisseurs y jouent surtout une idée : de plus en plus, les investisseurs, *les hedge*, les gérants-actions demandent : « quelle est l'idée que vous voulez me vendre ? ». Aujourd'hui, la recherche apporte des idées et est un marché d'idées. Des consensus forts se créent sur les marchés, partout dans le monde et à peu près en même temps. Le consensus fort actuel est : « l'économie mondiale, c'est la catastrophe, on va en récession, chute d'activités, les banques il ne faut pas en avoir, il faut tout vendre ». Donc le marché dégringole assez rapidement. Arrivé à un moment, il va commencer à avoir des opinions divergentes, certains vont se dire : « on est peut-être allé un peu loin, le niveau de valorisation sur les actifs est peut-être trop faible, il y a des mauvaises nouvelles, mais on est allé un peu trop loin, cela va peut-être se stabiliser ». Et le marché va s'emballer à la hausse. Ceci génère beaucoup de volatilité ; les marchés ont de plus en plus un comportement moutonnier parce qu'il y a deux ou trois idées qui sont vendues.

C'est impressionnant quand vous regardez au niveau des analyses actions. Un gros courtier américain sort une idée : « il faut vendre l'automobile, car ce n'est pas bien, il y a ça, ça et ça », sachant que les problèmes de l'automobile ne sont pas nouveaux... Lui sort sa note et tous les professionnels de la profession vont réagir. Dix notes vont suivre pour vous dire la même chose. Les courtiers français vont suivre d'un seul coup. Tout le monde va dire : « l'automobile c'est vraiment pas bien et ça se vend mal ». Même si vous n'y croyez pas, vu que le marché perd 20 %, vous vendez. Ce mimétisme explique en partie à mon avis, certains mouvements excessifs et certains reculs de liquidités qu'on a

toujours observés, mais pas à ce point-là jusqu'à aujourd'hui. C'est un problème qui est posé à la recherche, aux recherches qui s'épient les unes les autres au niveau des courtiers. Tout le monde réagit à l'instant ; même un gérant qui doit avoir des positions un peu à long terme à très souvent une réaction à très court terme car il a une pression très forte sur le résultat. Ça peut expliquer des excès et choses incroyables qu'on n'aurait pas pu imaginer il y a encore quelques années. Vous avez une Bourse française totalement corrélée à la Bourse américaine. C'est l'ouverture de New York qui dicte, vous ne faites rien le matin, vous attendez l'ouverture de New York. Ceci pose des problèmes de juste *pricing*, on est vraiment dans la théorie du concours de beauté keynésien, on n'en est pas à chercher une valeur fondamentale, on en est à savoir quelle est la prochaine thématique, quelle est la prochaine chose qui va faire réagir les marchés et à essayer d'anticiper un peu cette réaction.

Aujourd'hui la grande question des marchés est « a-t-on atteint le point bas dans la correction ? » Vous avez l'indice Baltic Dry qui est un indicateur de coût de fret sur le transport maritime ; cet indicateur a monté de 150 % depuis le début de l'année. Qu'est-ce qui se passe ? La première réaction des gens qui est de dire que la Chine redémarre, et que la Chine reprend des importations. Vous regardez le volume de l'indice Baltic Dry ; vous voyez que la hausse est faite sur des positions financières. Maintenant vous commencez à avoir des gens qui disent, il faut investir en Chine parce que l'indice Baltic Dry a monté. Et après, vous avez le deuxième raisonnement qui est de dire : l'indice Baltic Dry est un indicateur de transport de fret sur des routes qui surpondèrent la Chine, donc si la Chine va mieux, l'indice Baltic Dry va monter. De tels raisonnements tournent en boucle ; on voit un peu les excès que ça peut comporter. Les marchés internationaux sur-réagissent et génèrent de la volatilité. Ceci explique un peu les abus que l'on peut avoir et permet d'avoir du recul par rapport à la réglementation.

On parle beaucoup aujourd'hui de la réglementation des traders. Que peut faire la réglementation face aux prises de risques des traders ? Que peut faire la réglementation sur ces banques qui ont pris des positions ? On l'a constaté à notre niveau. À notre table dérivée, une banque américaine jouait à la baisse Lehmann Brother juste avant qu'ils fassent faillite ; le trader de cette banque disait Lehmann Brother va faire faillite, je *short* l'action au maximum, elle ne vaudra plus rien. Sur nos *desks* obligataires, la même banque mais un autre trader, achetait à tout va des CDS de Lehmann Brother, en disant, ils sont très mal, ils vont être nationalisés ce week-end et donc il faut en acheter, ça va valoir cher lundi matin. Donc vous aviez au niveau de la banque, quelque chose de complètement délirant, d'un côté ils *shortaient* la valeur en pensant qu'ils allaient faire faillite, et de l'autre côté ils s'exposaient à la valeur. Au niveau du contrôle des risques, les deux sont passés. Ils n'ont pas explosé leur contrôle de risques. Le contrôle de risques disait à l'un : « vous avez droit de prendre une exposition CDS jusqu'à X milliards » et à l'autre, « vous avez droit de *shorter* les valeurs jusqu'à X milliards ». Donc au contrôle de risques, pas de problèmes, c'est du quantitatif. Sauf que si on prenait du recul... en discutant avec ces deux personnes, je me suis dit qu'ils sont complètement fous, ils ne le communiquaient même pas entre eux.

Ce sont des exemples comme ça qui montrent la complexité de la réglementation. On peut réglementer les banques, les empêcher de prendre des risques, leur imposer un modèle d'évaluation des risques. Ceci a des limites, parce que, derrière, il y a des êtres humains qui prennent des positions, qui prennent des risques, qui sont rémunérés pour

prendre ces risques, et ce n'est pas facile à gérer. Il faudrait avoir quelqu'un au-dessus qui regarde la cohérence des prises de position de la banque. C'est très difficile, car vous êtes en temps de marchés et une minute, ça peut être très long sur les marchés. La réglementation est très difficile à mon avis. Ce sera très difficile de sortir de cette crise. Il ne faut pas laisser pour morts les marchés, qui repartent toujours assez vite, sur d'autres thématiques peut-être, mais ils repartent toujours assez vite.

Jean-Paul Fitoussi : Ce que vous nous avez dit nous rassure complètement sur l'avenir des marchés financiers en tant qu'industrie. Ça nous angoisse complètement sur leur rationalité, et ça nous angoisse encore davantage sur le sort de nos économies.

Henri Sterdyniak : On n'a pas très bien compris par contre ce qu'étaient les meilleurs traders, quel était leur utilité sociale et où est le point gênant à les laisser en Suisse. Votre intervention a apporté beaucoup d'eau au moulin de ceux qui sont opposés au libre jeu des marchés.

Daniel Goudard : C'est une réflexion sur la dernière intervention de Christian Parisot. Vous décrivez un système qui fait penser à ce qu'on appelle en hydrodynamique le phénomène de carène liquide. Dans un bateau, vous avez de l'eau qui se trimballe librement, c'est le cas de vos capitaux. Quand la masse de liquide en circulation devient très forte, l'équilibre du bateau est fortement mis en cause, une lame peut provoquer des chavirages. Ce n'est pas tellement la hauteur de la lame qui est importante mais c'est l'étendue du caisson par rapport à la surface du bateau lui-même. Si on laisse la carène liquide en introduisant des lests solides qui partagent le caisson, le bateau devient beaucoup plus stable. Je ne pense pas que soit une solution aux problèmes de fond, car comme il a été dit, la crise dépasse largement le système financier. J'ai la conviction que si le système financier capote et est complètement détruit, l'économie aura de mal à s'en remettre. Est-il impossible d'introduire de la viscosité dans des marchés que vous décrivez comme totalement libres et erratiques. Cela me fait penser à une proposition qui a été émise, il y a quelque temps et dont on n'entend plus guère parler actuellement qui consistait à mettre des grains de sable dans la libre circulation des capitaux.

Christian Parisot : Le problème est que la réglementation est une arme à double tranchant. Je vais vous prendre des exemples de gens, pourquoi ils ont pris des risques, et sans doute des risques inconsidérés. Vous avez des gérants qui avaient des obligations de rendement, notamment en Allemagne (ce n'est pas pour rien que l'Allemagne est très exposée aux *subprime*). Ils avaient des obligations contractuelles de servir des rendements ; ils ont été pénalisés par la chute des taux publics ; à ce moment-là, ils étaient obligés de prendre plus de risques pour servir ces rendements, sinon c'était l'assureur qui devait prendre sur ses fonds propres et était à perte là-dessus. Autre exemple, une gérante de sicav avait une obligation de vendre – elle jouait les petites et moyennes valeurs – à partir du moment où le volume diminuait de x %, elle n'avait plus le droit de détenir l'action dans son portefeuille. Le gros problème c'est que vous avez eu une chute des valeurs, une chute des volumes, et naturellement des prix sur les petites et moyennes valeurs, et à ce moment-là, elle était obligée de vendre. Ces exemples montrent que la réglementation peut avoir des effets contradictoires car elle peut forcer les gens à intervenir à un moment donné où ils n'ont plus de liberté, ce qui peut être déstabilisant.

Sur la partie réglementation, le gros problème est comment bloquer la circulation des capitaux. Nous avons des déclarations Tracfin à faire pour lutter contre le

blanchiment de l'argent, c'est toujours très difficile de savoir d'où proviennent les fonds. Des personnes chez nous travaillent à plein temps pour voir si nous avons le droit de traiter avec nos investisseurs et d'où sortent les capitaux. À moins de vraiment imposer des règles très strictes, c'est très difficile à mettre en place tous les jours en pratique. A-t-on le droit ou pas de traiter avec ce *hedge* – soit disant, le gérant est à Londres – mais le fonds est inscrit dans un paradis fiscal. Je ne vous dis pas que c'est impossible, mais ceci nécessite que vous mettiez des règles du jeu très claires au niveau international. Il faut vraiment dire à tous ces gens qui sont dans ces paradis fiscaux qu'en France vous n'avez pas le droit de traiter avec eux. Il ne faudrait pas qu'ils passent par Londres. Donc il faut aussi que Londres le fasse, et qu'ils ne passent pas par Shangaï. Soit vous créez une distorsion de concurrence car vous avez des gens très mobiles qui vont aller là où il faudra être, soit vous faites des usines à gaz. Je suis assez pessimiste là-dessus. Pratiquement, c'est très difficile de savoir avec qui on traite. Nous sommes très sensibles à cela, car nous avons un risque de contrepartie derrière. On ne tient pas à avoir un risque de contrepartie sur des paradis fiscaux, avec des gens qui ne sont pas solvables derrière.

André Cartapanis : Tous les systèmes de supervision de réglementation sont totalement sous-dimensionnés par rapport à ce que sont devenus les marchés. Si on considère que, eu égard au caractère de bien public de la stabilité financière, celle-ci mérite tout autant des investissements en ressources humaines ou en équipement, que l'on ne le fait sur le plan militaire ou sur le plan de la sécurité des villes. Je suis sûr que l'on va arriver à mieux maîtriser la stabilité financière, mais jusqu'à présent, le décalage est tel que les superviseurs en sont totalement incapables et notamment dans les pays émergents, où les priorités plaident en faveur d'autres types d'investissements publics. Donc si la puissance publique considère que c'est un bien public fondamental, il faut qu'elle y mette les moyens, et pas uniquement en augmentant les salaires, simplement en les dotant d'un nombre correct d'intervenants.

Antoine Bouveret : Vous supposez que tous les pays ont intérêt à mettre en place des systèmes de réglementation. Mais est-il vraiment dans l'intérêt de la Chine aujourd'hui de réglementer étroitement les capitaux qui lui arrivent et qui peuvent être investis sur son territoire ?

André Cartapanis : Superviser n'est pas nécessairement réglementer de façon absurde. Superviser peut signifier contrôler, observer, être au courant.

Antoine Bouveret : Vous avez aussi le cas des petits États qui instaurent en place des réglementations laxistes pour attirer les capitaux.

André Cartapanis : Il faudra prendre des mesures de rétorsion à l'échelle internationale.

Anton Brender : Pour aller dans le sens d'André Cartapanis, la première réforme à faire, c'est celle de l'État qui surveille le capitalisme, et en particulier le capitalisme financier. Cela suppose bien sûr une volonté politique et des moyens. Mais si on ne le fait pas, on s'expose à des coûts dont on découvre aujourd'hui qu'ils sont colossaux, et il serait absurde de chipoter sur la qualité des organismes de tutelle et de surveillance. On n'a pas fait l'effort de surveillance et de réglementation qui aurait dû accompagner le développement des marchés. Si on regarde la croissance des masses financières en jeu, on s'aperçoit que les ressources consacrées à leur surveillance sont dérisoires. Il ne faut

donc pas se poser de questions : ce n'est pas le capitalisme qu'il faut réformer mais la manière dont l'État surveille le capitalisme.

Xavier Timbeau : S'il faut dépenser beaucoup d'argent pour une nouvelle régulation du système financier, le meilleur moyen de le faire ne serait-il pas de confier cette tâche aux parlements démocratiques ? Même si la question est complexe techniquement, elle pose des questions politiques que les parlements, je pense en particulier au Parlement européen, ont plus de légitimité à trancher que des banques centrales indépendantes.

Anton Brender : Lors de l'audition de Geithner devant le Sénat américain, un sénateur rappelait fort justement que le Sénat avait demandé à la Fed au début des années 1990 de surveiller tout ce qui était distribution de crédits immobiliers. Donc ce geste démocratique avait été fait. Ensuite il faut que la mission soit assumée, car on ne va pas avoir le Sénat américain (et la Chambre des députés) qui surveillent en permanence ce qui se passe partout : ils délèguent cette surveillance à des agences.

Xavier Timbeau : Le Congrès américain dispose d'une commission qui suit en permanence le Government Accountability Office qui surveille le budget de l'État. On pourrait imaginer une commission similaire pour les organismes qui surveillent les banques et les marchés financiers.

Anton Brender : Peut-être, faut-il des organismes parlementaires de tutelle des organismes qui surveillent. Mais disons que cette demande a été exprimée par le Sénat américain.

Jean-Paul Fitoussi : Le fait de confier aux parlements nationaux le soin de trouver le meilleur système de contrôle ne résout pas le problème de la réglementation mondiale. C'est là que nous sommes confrontés à un hiatus entre légitimité démocratique et pouvoir des marchés.

Jean-Paul Pollin : Je suis totalement d'accord avec Anton Brender sur sa critique de la politique de la Fed qui s'applique avec encore plus de force au comportement de la Banque centrale européenne. Car si l'on considère que la Fed n'a pas réagi assez vite et assez fortement, que dire alors de la BCE qui a maintenu pendant un an ses taux inchangés et qui a même trouvé bon de les monter en juillet dernier alors que tous les indicateurs montraient que l'on s'acheminait vers une récession marquée. Avec quelques mois de recul, cela apparaît comme une décision consternante.

Par contre, sur la question de la titrisation, nous sommes Anton Brender et moi totalement irréconciliables. Je sais bien que les banques ont fait de nombreuses erreurs dans le passé. La régularité et la constance avec laquelle elles en font sont même tout à fait remarquables. Mais ces erreurs à répétition n'engendrent généralement pas de crise mondiale. Elles sont le plus souvent circonscrites au niveau d'un pays ou d'une région ; elles ne touchent parfois qu'une partie des systèmes bancaires concernés. Dans le cas présent, c'est la dépendance des banques par rapport aux marchés, l'imbrication de leurs activités qui a provoqué la propagation des erreurs initiales. C'est l'interconnexion entre les activités de marché et activités de base (production de crédit et gestion des moyens de paiements) qui a accentué la portée systémique des extravagances dans la distribution du crédit.

La question de l'origine des excédents commerciaux chinois me paraît aussi être un point de débat important. Deux thèses en effet s'affrontent. Pour les uns et notamment pour Anton Brender et Florence Pisani, ces excédents sont la contrepartie d'une

exportation de l'épargne chinoise, rendue nécessaire par le sous-développement du système financier du pays. J'avoue que j'ai du mal à adhérer à ce point de vue, car il me semble que les Chinois ont su relever des défis bien plus considérables. La construction d'un système financier efficace n'est pas une entreprise si compliquée.

L'autre thèse consiste à dire que ces excédents sont principalement la conséquence d'une sous-évaluation du yuan. Les Chinois ont fait le choix, pour des raisons qui restent à discuter, d'une croissance tirée par les exportations et ils s'en sont donnés les moyens en manipulant la parité de leur monnaie. Cette thèse me paraît plus intéressante, parce qu'on peut la relier à celle qui voit dans la montée des inégalités l'origine de l'excès d'endettement dans certains pays développés. La distorsion de concurrence aurait donc aggravé la pression sur la rémunération du travail peu qualifié, et aurait ainsi accentué les inégalités de revenus. Cette explication offre une vision plus cohérente de la crise qui articule la montée des déséquilibres commerciaux et financiers internationaux avec les dérapages observés dans le partage de la valeur ajoutée. Les deux mouvements ayant provoqué cette croissance incontrôlable de l'endettement qui a mené à la crise.

