

5.

La fin de la dictature de la finance

Bâle III et Solvabilité II ne marqueront pas la fin des nécessaires réformes de la régulation financière car le renforcement de la réglementation des banques et des assurances ne suffira pas à résorber la financiarisation des économies avancées.

Demandent encore une vigilance particulière :

- les dangers que représente le shadow banking qui n'est pas soumis à la réglementation appliquée au système bancaire traditionnel et qui a joué un rôle essentiel dans le déclenchement de la crise financière ;*
- le foisonnement d'innovations financières qui a joué un rôle déstabilisant dans la crise ;*
- la fragmentation des marchés financiers qui peut être une source d'opacité. Le développement de pratiques telles le trading haute fréquence, peut induire une instabilité préjudiciable aux entreprises et aux investisseurs.*

Des solutions ont été évoquées aux plans nationaux et internationaux. Mais leur efficacité est menacée par l'existence de « paradis réglementaires ».

Contribution du Cercle des économistes

Jean-Paul Pollin

Témoignages

Michel Cicurel • HU Yifan • Hans-Helmut Kotz • Éric Le Boulch
Christian Noyer • Carol Sirou • Philippe Wahl • Susan Wolburgh Jenah

Modérateur

Emmanuel Lechypre

Repenser la place de la finance

 Jean-Paul Pollin

Les réquisitoires contre la dictature de la finance mobilisent en fait deux types d'arguments (ou d'accusations) de natures assez différentes :

– Le premier remet en cause la taille excessive prise par le secteur financier dans la plupart des économies développées si l'on en juge par le montant des actifs financiers (ou encore du niveau d'endettement) par rapport au PIB, par le volume des transactions financières, par les ressources (en capital humain notamment) captées par le secteur... Cette contestation trouve évidemment sa source dans les bulles de crédit, la forte croissance des produits dérivés et l'expansion des banques universelles, durant les dix ou quinze années qui ont précédé la crise financière.

– Le second dénonce l'effet délétère de la soumission des stratégies d'entreprises à des critères purement financiers qui s'expriment dans la maximisation de la valeur actionnariale à court terme. Il s'agit ici de la contestation d'une emprise des marchés financiers (des fonds d'investissements) sur les objectifs des firmes conduisant à ignorer la nécessaire coopération entre leurs diverses «parties prenantes». Cette idée avait été débattue, puis très vite oubliée, au moment de l'éclatement de la bulle Internet. Les mécanismes de cette crise étaient bien différents de ceux de la crise que nous traversons. On peut toutefois se demander si les fondements de l'une et de l'autre ne sont pas finalement du même ordre.

Nous allons, rapidement développer ces deux arguments, en nous interrogeant chemin faisant sur les régulations qu'ils rendent souhaitables.

■ Maitriser le développement du secteur financier

Les économistes discutent depuis bien longtemps de la relation entre le développement du secteur financier et la croissance économique. Et même si la corrélation entre les deux phénomènes a fait l'objet d'interprétations nombreuses et divergentes, on admettait jusqu'ici qu'il existait entre ces variables une interaction vertueuse. Or, plus récemment la très forte croissance de la sphère financière (quelle que soit la mesure utilisée pour en juger) et la crise qui s'en est suivie, ont remis en cause cette vision des choses. On considère désormais, qu'au-delà d'un certain seuil, le développement de la finance se fait aux dépens de l'économie réelle. Parce que le secteur financier est soumis, comme les autres activités, à la loi des rendements décroissants, c'est-à-dire que l'augmentation des ressources qui lui sont consacrées est de moins en moins productive. De sorte que le développement de la finance finit par se faire aux dépens de « l'économie réelle » : il y a 30 ans déjà Tobin expliquait que les brillants diplômés des universités seraient plus utiles dans l'industrie que dans les banques ou sur les marchés financiers.

Il faut ajouter qu'à compter d'un certain stade la taille associée à la complexité du secteur devient un facteur d'instabilité. Des travaux empiriques ont établi que le niveau d'endettement, lorsqu'il dépasse 90 à 110% du PIB, affecte significativement (et positivement) la probabilité de crises financières. De même que le foisonnement des innovations et la très forte croissance des produits dérivés ont manifestement accru la fragilité du système, alors même qu'ils étaient censés la réduire. Dans un article écrit peu de temps avant la crise et considéré aujourd'hui comme prophétique, Rajan avait surpris en expliquant que ces innovations qui devaient permettre de découper et de diversifier les risques n'aboutissaient finalement qu'à les concentrer et à les opacifier. De plus, en augmentant les interconnexions entre institutions financières, ces innovations ont beaucoup aggravé le risque de système. En particulier l'expansion des banques universelles a amplifié les phénomènes de contagion ainsi que la transmission des risques de marchés à l'activité de crédit.

Ne pas laisser le développement financier à lui-même

Toutes ces observations démontrent que le développement financier ne peut être laissé à lui-même ou à l'illusion de l'autorégulation. Car il est à la fois la cause et la conséquence d'échecs de marché. Il résulte en effet pour partie de biais de comportement qui poussent les institutions à prendre des risques et à croître : du fait de la protection dont elles disposent (garanties publiques, assurance des dépôts, responsabilité limitée des actionnaires...) les risques qu'elles prennent sont pour une bonne part pris en charge par la collectivité, et ce d'autant plus qu'elles sont plus grandes et plus complexes. De même qu'il existe des effets de réseaux qui procurent également un avantage de taille tant aux institutions financières qu'aux marchés. Ce qui peut figer le système dans des configurations inefficaces.

5. La fin de la dictature de la finance

Or ces dysfonctionnements sont à la base du développement excessif du secteur financier et de son instabilité. Les incitations injustifiées à la croissance induisent un effet parasite de la finance sur le reste de l'économie. Tandis que les incitations à la prise de risque et à l'interconnexion des institutions et des activités sont à la base de fragilités individuelles et systémiques. En particulier la propagation et l'amplification de chocs de liquidité ou de prix d'actifs seront d'autant plus puissantes que les interconnexions directes (les relations de prêts et emprunts) ou indirectes (la similitude des structures de bilan) entre institutions seront plus fortes.

De multiples propositions ont été faites pour tenter de résoudre ces dysfonctionnements du libre jeu des acteurs et des marchés de la finance. Certaines ont été actées, d'autres (peu nombreuses à vrai dire) ont déjà été mises en place. Les unes jouent sur les incitations pour tenter de corriger les biais de comportement ou pour faire en sorte d'intégrer dans les choix individuels l'incidence de leurs conséquences sur le reste du système (les externalités). Les autres cherchent à encadrer directement ces choix par des contraintes sur les bilans (le levier ou les ratios de liquidité) ou sur les activités (la segmentation des métiers, la limitation de certains produits ou opérations...)

Ces différentes solutions ont toutes de bonnes justifications et nombre d'entre elles peuvent et doivent être mises en œuvre conjointement. Mais les difficultés tiennent ici pour l'essentiel à la nécessité :

- de les combiner en un ensemble cohérent ;
- d'équilibrer les coûts et avantages de leur application de façon à ce que la recherche de la stabilité ne se fasse pas aux dépens de l'efficacité ;
- de faire en sorte qu'elles couvrent une surface assez large du système financier pour éviter les phénomènes d'arbitrage réglementaire. Et l'on pense ici en particulier à la nécessaire extension de la régulation au *shadow banking* ;
- de faire également en sorte qu'elles soient appliquées de façon homogène à tous les pays concernés, afin d'éviter les distorsions de concurrence et les risques de développement des « paradis réglementaires ».

■ Réconcilier les objectifs de la finance et les exigences de « l'économie réelle »

Mais discipliner la finance n'implique pas seulement d'en limiter la taille et le potentiel d'instabilité qu'elle comporte. Cela suppose aussi de faire en sorte que les objectifs qu'elle poursuit et qu'elle dicte puissent s'accorder avec le modèle d'entreprise qui prévaut à un moment dans une économie donnée. C'est-à-dire qu'il faut que ces objectifs soient en cohérence avec le contenu et l'horizon des stratégies d'entreprises mais aussi avec les relations sociales, la place de l'intervention publique... qui structurent un système économique et social.

Or, depuis le début des années 90, la globalisation et la déréglementation financières ainsi que la montée en force des fonds d'investissement (sous l'influence des évolutions démographiques) se sont conjuguées pour accroître le

poids des critères de rentabilité du capital à court terme (de la maximisation de la valeur actionnariale) dans la gestion des firmes. D'autre part, les innovations dans les technologies de l'information et de la communication ont accéléré le niveau et le rythme des transactions et réduit le temps de détention des titres, parce qu'elles ont fait baisser le coût des arbitrages justifiés ou non. Enfin, l'évolution des normes comptables vers la valorisation aux prix de marchés, ainsi que la généralisation des comptes trimestriels a amplifié l'emprise des informations financières (parfois sans grande signification) sur les décisions des firmes, tout en raccourcissant leur horizon de gestion.

Cette dérive est de nature à gêner les entreprises dans le développement de stratégies de long terme, en les obligeant à se conformer aux humeurs et aux modes éphémères des marchés. Mais plus encore, cela les conduit à négliger les intérêts de l'ensemble de leurs « parties prenantes » en limitant leur capacité à nouer avec celles-ci des relations durables. Amener les salariés, fournisseurs (et éventuellement clients) à coopérer en réalisant des investissements spécifiques, demande des engagements réciproques sur une durée qui ne supporte pas des ajustements ou revirements précipités pour satisfaire à des exigences financières de court terme. C'est du reste pourquoi nombre d'entreprises finissent par renoncer à la cotation, pour échapper à des contraintes qui leur paraissent excessives.

Ce phénomène ne touche d'ailleurs pas seulement les grandes entreprises dépendantes des marchés internationaux de capitaux. D'abord parce que ces firmes ont dans leur orbite des entreprises de plus faible taille sur lesquelles elles répercutent les contraintes qu'elles subissent, par le type de contrats qu'elles concluent avec elles. Ensuite parce que les institutions financières, du moins les plus grandes, sont elles-mêmes soumises à la logique des marchés, dans la mesure où elles s'y financent et où elles en sont les principaux acteurs. On observe d'ailleurs que les banques universelles qui mélangent les activités de marché et celles de banques commerciales ont tendance à négliger des relations de clientèle pour s'orienter vers un comportement de « banque à l'acte ». Elles tendent notamment à privilégier des évaluations quantitatives de leurs emprunteurs en délaissant les informations qualitatives produites dans le cadre de liens de proximité.

Question d'actionnariat et de gouvernance

Il est vrai que ces évolutions n'ont pas affecté de la même façon la gouvernance et les critères de gestion des firmes dans toutes les économies. Car d'une part le développement des marchés financiers reste inégal d'un pays à l'autre. Mais surtout les types de répartition du capital restent aussi très différents : au Royaume-Uni l'actionnariat est très dispersé, alors que les participations croisées sont importantes en Italie, par exemple. De même, l'Allemagne semble avoir sauvé pour l'essentiel son modèle de gouvernance grâce à la singularité de son dispositif de gestion et à son système bancaire qui continue

5. La fin de la dictature de la finance

à entretenir des relations étroites avec le tissu de PME qui fait la richesse de son tissu industriel. Au demeurant, les différents systèmes économiques et sociaux s'accordent plus ou moins avec l'emprise des marchés financiers selon leur structure productive, leur protection sociale, le droit et les règlements qui régissent le fonctionnement de leurs marchés en particulier. Diverses études ont mis en évidence une relation négative entre le niveau de protection du travail et celui de la capitalisation boursière (ou de la protection des investisseurs). En ce sens l'importance plus grande des marchés de capitaux dans les pays anglo-saxons s'accorde bien (ou mieux) avec la flexibilité plus forte de l'emploi et leur plus faible niveau de protection sociale. En Europe continentale par contre le système social plus protecteur est logiquement associé à un système financier plus intermédié qui préserve les relations de long terme. La France fait ici figure d'exception, prise dans une contradiction entre un système financier désormais proche du modèle anglo-saxon et un système économique et social dans lequel la rigidité du marché du travail et le niveau élevé des protections collectives restent la règle. C'est là une incohérence forte, dont on ne semble pas avoir pris conscience, et qui explique bien mieux que tout autre argument les difficultés de l'économie française.

Mais dans tous les cas, quelle que soit la configuration institutionnelle, il n'est pas tenable de réduire les objectifs des firmes à la seule maximisation de la valeur actionnariale sur un horizon court. Or il n'est pas facile de concevoir des régulations ou plus simplement d'organiser des résistances à un phénomène qui s'étend et se renforce sous l'effet de la globalisation et de la difficulté à coordonner des intérêts nationaux divergents.

Le problème posé peut être analysé de plusieurs façons. On peut y voir la conséquence d'errements dans la gouvernance des fonds d'investissement (incapables de se fixer un horizon de gestion raisonnable) ou de biais dans les contrats de délégation de gestion (des *benchmarks* inappropriés par exemple). Mais la correction de ces dysfonctionnements est d'autant plus compliquée (sans doute impossible) que les fonds en question et les sociétés de gestion, auxquelles ils confient pour partie le placement de leurs ressources, relèvent de juridictions très nombreuses. Ce qui exclut toute coordination en ce domaine, et rend illusoire des initiatives marginales fondées sur des préoccupations éthiques ou des craintes face aux dérives du capitalisme financier (l'ISR par exemple).

Une solution plus réaliste consiste, de la part des entreprises, à constituer des noyaux d'actionnaires stables et assez puissants pour réduire les fonds d'investissement à un rôle de « partenaires passifs » et pour dissuader l'occurrence d'OPA. Ce type de stratégies est plus ou moins conditionné par l'histoire des différents capitalismes : ce qui reste de l'actionnariat familial, les participations croisées, le statut et le rôle des banques... Il dépend aussi de la protection consentie aux actionnaires minoritaires.

Le fonctionnement des marchés est également capable d'affecter les mécanismes de gouvernance des firmes. Par exemple, on considère généralement que l'accroissement du volume des transactions sur titres améliore les conditions de financement des entreprises parce qu'il augmente la liquidité et la profondeur des marchés. Mais dans le même temps cela réduit l'incitation des investisseurs à s'intéresser au futur des entreprises et à leur contrôle : l'arbitrage de portefeuille (le « vote avec les pieds ») remplace alors la volonté d'intervenir directement (par les organes de contrôle) sur les orientations de l'entreprise ou sur sa gestion. De sorte que certaines techniques d'arbitrage (on pense au trading haute fréquence) ou de gestion (on pense aux excès de rotation des portefeuilles) qui ont précisément pour conséquence d'augmenter le volume de transactions, peuvent avoir un effet négatif sur l'horizon des entreprises et la qualité de leur gouvernance. Du point de vue de la régulation cela justifierait un renchérissement des coûts de transaction ou l'interdiction de certaines opérations ou techniques.

Mais la meilleure façon d'inciter les investisseurs à s'impliquer plus fortement et plus durablement dans la gouvernance des firmes est peut être de leur offrir une rémunération et des droits de vote fonction de leurs temps de détention des actions. Concrètement cela signifie que les investisseurs obtiendraient des dividendes d'autant plus élevés (ou des actions gratuites) ainsi qu'un nombre de voix d'autant plus grand (dans les votes en assemblée générale) qu'ils accepteraient de porter les actions sur une plus longue période. Cela aurait l'avantage d'allonger l'horizon de pilotage des entreprises et de leur garantir un environnement financier plus stable et moins dépendant d'informations non stratégiques. Ce qui leur permettrait en définitive de pouvoir nouer avec toutes les « parties prenantes » des relations de long terme, offrant ainsi les conditions d'une coopération renforcée entre tous les acteurs de la firme.

■ Conclusion

Les crises financières sont toujours plus ou moins le reflet ou la conséquence de crises d'une autre nature qui touchent au fonctionnement du système économique et social. Ainsi on peut chercher la source de la crise que nous traversons dans les déséquilibres internationaux des échanges, dans la volonté de stimuler artificiellement une croissance potentielle jugée trop faible, dans la montée des inégalités de richesses... De sorte que ce que l'on nomme la dictature de la finance est aussi pour partie le résultat de ces problèmes sous-jacents que l'on ignore ou que l'on est incapable de régler.

Il n'empêche que les errements de la finance ont aussi leurs origines et leurs mécanismes propres. Les institutions financières sont bel et bien responsables des risques de tous ordres qu'elles ont pris durant les dix à quinze années qui ont précédé la crise, même si leur environnement a pu les y inciter. L'invention des produits toxiques en tous genres n'est pas le fruit d'impulsions venues d'ailleurs, même si on les a tolérées et parfois admirées.

5. La fin de la dictature de la finance

Le secteur financier est soumis, plus que les autres, à des phénomènes d'asymétries d'information et d'externalités qui provoquent des défaillances de marchés et expliquent sa fragilité potentielle. C'est pourquoi il doit être encadré, plus que les autres, par des régulations et des supervisions attentives et rigoureuses. L'exercice n'est pas simple, mais on ne doit pas exagérer le possible conflit entre la recherche de la stabilité et celle de l'efficacité. La plus grande difficulté est plutôt ici de parvenir à surmonter le pouvoir d'influence qui est aussi une des marques distinctives de la finance.

Y a-t-il une dictature de la finance ?

Christian Noyer

Banque de France

Y a-t-il véritablement une dictature de la finance ? La question n'est pas nouvelle. On la trouve par exemple au tout début de notre ère, chez Pétrone qui se demandait : « Que peuvent les lois là où l'argent est roi ? » On peut y voir une tendance gauloise avant l'heure – même s'il était citoyen romain puisqu'il était né dans la ville de Marseille – mais il pose bien la question fondamentale de la difficulté d'imposer le primat du pouvoir politique sur le pouvoir financier.

► Il n'y a pas de toute-puissance de la finance

À la question de Pétrone, on peut répondre que bien sûr, la finance a des pouvoirs très importants. Elle a d'abord un pouvoir créateur – c'est pour ça qu'elle est faite – de soutien au développement économique. Elle est un rouage essentiel de l'activité économique : elle alloue les capitaux, elle fournit du crédit et permet de gérer le risque. Elle est un peu – on l'a dit souvent – le sang qui circule dans notre corps et qui alimente nos organes.

Elle a aussi un pouvoir destructeur très important puisque ce sont bien, pour prendre un exemple récent, les dérives incontrôlées de la finance qui sont à l'origine de la crise financière de 2007-2008 qui s'est ensuite transformée en crise économique, en crise sociale, en crise politique. Quand on regarde ce qui s'est passé, on voit que des pertes limitées sur un instrument localisé dans un seul pays, les *subprimes*, ont abouti à la destruction de millions d'emplois dans le monde. Il y a donc un lien très concret entre finance et pouvoir destructeur sur l'économie.

Je crois pour autant qu'il n'y a pas de toute-puissance de la finance et que son pouvoir politique n'est que celui que les États veulent bien lui donner.

Bien sûr, la pression des marchés financiers a accentué les difficultés de certains États – songeons aux attaques contre les dettes publiques qui ont eu lieu dans la zone euro. Mais si les marchés ont été capables d'exercer cette pression, c'est parce que les États s'étaient en quelque sorte remis entre leurs mains en leur demandant de financer l'accumulation de leurs déficits, y compris durant les périodes de croissance. Et si dans la plupart des épisodes de la crise, les réactions ont été brutales et extrêmes, ces réactions reposaient sur des inquiétudes bien fondées dont on peut donner quelques exemples : la non soutenabilité de la dette grecque, les failles dans le dispositif institutionnel de l'Union économique et monétaire, la divergence de compétitivité au sein de la zone euro.

C'est donc bien parce que les États n'ont pas fait les efforts nécessaires de discipline, de maintien de la compétitivité, de finalisation institutionnelle de l'Europe financière par exemple, qu'ils se sont mis eux-mêmes dans la situation d'être mis sous pression par les marchés, voire de subir leur réaction. Je ne pense donc pas qu'il faille que la finance serve d'alibi et de bouc émissaire aux gouvernements, qui devraient d'abord faire ce qu'ils ont à faire en matière de gestion.

► **Pour un système financier régulé**

Est-ce dire pour autant qu'il ne faut pas s'occuper de la finance ? Non, bien sûr. Il faut s'assurer que la finance sert l'économie et ne l'asservit pas. Je crois que le grand principe doit être un système financier régulé, supervisé. Cette conviction est fondée sur un constat que je vais reprendre rapidement sous un angle historique.

La période qui va des années 1990 au début des années 2000 est qualifiée de « grande modération » puisque l'inflation était maîtrisée et la croissance apparemment solide et soutenable. Ce fut pourtant une période d'empilement d'excès financiers qui ont largement pris racine dans le dogme de l'autorégulation, nourri lui-même par une certaine sacralisation des marchés financiers considérés comme toujours efficaces et capables de former les vrais prix.

La crise a invalidé assez largement cette thèse. On a vu que l'opacité de certains marchés – les CDO, mais beaucoup d'autres aussi – a amplifié la perte de confiance dès les premières étincelles de la crise. On a vu par ailleurs que l'insuffisance des coussins de capital de nombreuses institutions financières les empêchait d'amortir les chocs. Cette insuffisance a entraîné des faillites. Elle a parfois obligé les États à venir au secours des institutions financières, opération non seulement coûteuse pour les finances publiques mais aussi très préjudiciable en termes de responsabilisation des acteurs financiers, puisqu'elle a conduit à socialiser les pertes alors que les profits avaient été privatisés – ce qui est toute la problématique de l'aléa moral.

Les faits ont violemment rappelé que l'autorégulation, en tous cas l'autorégulation largement répandue, ne fonctionne pas, notamment à cause des imperfections de certains marchés qui ne sont ni transparents ni efficaces et parce que, quand l'autorégulation ne fonctionne pas, cela produit des externalités négatives qui sont potentiellement immenses.

La régulation et la supervision ont ainsi retrouvé une place qu'elles n'auraient jamais dû perdre. Entre parenthèses, je remarque que la crise a commencé aux États-Unis du fait d'entités qui étaient non régulées ou à peu près non régulées. Les banques d'investissement elles-mêmes étaient assez peu régulées. Elles n'étaient pas sous la coupe de la FED, mais de la SEC qui s'intéressait davantage aux opérations de marché qu'aux entités qui les réalisaient. La remise en ordre a été assez forte.

► **Quelles règles ?**

Quelles règles faut-il adopter, une fois établi et partagé le constat selon lequel il faut renforcer la régulation et la supervision ? Le principe qui a guidé les régulateurs, particulièrement dans le cas du Comité de Bâle mais aussi dans celui du Conseil de stabilité financière, a été de remettre la finance au service de l'économie, afin qu'elle la serve et non pas qu'elle la gouverne. Plus précisément, je crois qu'on peut regrouper les idées de régulation autour de cinq objectifs.

– D'abord, renforcer la résilience des banques : c'est la logique des ratios de solvabilité et de liquidité.

– Deuxièmement, prévenir les excès de levier et de transformation : c'est le ratio de levier et le ratio de liquidité à long terme.

– Troisièmement, réduire les risques de marché et leur opacité : c'est la réforme des marchés de dérivés de gré à gré qu'on est en train de préparer. C'était auparavant ce qu'on appelait, dans notre jargon, la «réforme Bâle 2.5», en réalité la première étape de Bâle III sur les risques de marché.

– Quatrièmement, limiter les risques systémiques : c'est ce que visent les règles macro-prudentielles, ainsi que les règles particulières pour les institutions à caractère systémique et les règles de résolution. Il y a un grand débat en Europe en ce moment, et partout dans le monde d'ailleurs, autour des moyens de limiter les risques systémiques.

– La cinquième idée, qui est moins celle des régulateurs que celle des États, vise à lutter contre la finance casino avec des règles, soit d'interdiction de certaines activités soit de séparation. On retrouve cette idée dans les règles Volcker, Vickers & Liikanen, et plus récemment dans ce qu'ont fait les Français et les Allemands.

Dans ce processus de régulation ou de préparation aux nouvelles règles, l'idée n'a jamais été d'étouffer les banques par des règles inutilement contraignantes. Nous avons essayé de calibrer de façon équilibrée en tenant

compte de la situation de nos institutions et en évitant autant que possible que leurs activités ne se déplacent vers des entités non régulées. Nous avons cherché à placer le curseur de manière à éviter les excès. Je pense à deux choses en particulier. D'abord à la révision du ratio de liquidité à court terme, qui en France nous était apparu mal calibré dès le départ. Nous sommes parvenus à convaincre le monde entier de faire de même. Deuxièmement, je pense aux règles de séparation telles qu'elles ont été décidées en Allemagne et en France. À mon avis, elles sont équilibrées et n'ont pas été jusqu'aux excès prédits par un certain nombre de commentateurs.

► **Trouver un équilibre entre régulation et innovation financières**

L'idée n'a jamais été non plus d'interdire l'innovation financière. Vous connaissez probablement le mot de l'ancien Président de la réserve fédérale, Paul Volcker : «La seule innovation financière qui, selon moi, ait jamais servi l'économie est le distributeur automatique de billets.» Je ne partage pas complètement cet avis et je pense que son auteur non plus – c'est une boutade. Je pense que, comme dans toutes les industries, l'innovation et la compétitivité doivent être encouragées dans l'industrie financière. Après tout, depuis la création des marchés dérivés sur matières premières à Chicago, on a vu beaucoup d'innovations qui le plus souvent ont servi l'économie réelle. On a fait en particulier d'énormes progrès ces dernières décennies en matière de gestion des risques – pas seulement des risques des acteurs financiers, mais plus fondamentalement des risques des acteurs économiques, des entreprises en particulier ou des gestionnaires d'actifs. Cependant, compte tenu du potentiel de nuisance des excès de l'industrie financière, il est clair que l'innovation doit être contrôlée.

Je dirai un dernier mot à propos du court-termisme. Je pense qu'une des grandes erreurs commises, qui a conduit le monde de la finance à être plus court-termiste qu'il ne le serait spontanément, tient aux règles comptables et en particulier à la tendance à la valorisation en valeur de marché, en *mark-to-market*. De plus, l'idée d'interdire la prise en compte des risques sur le cycle, mise en place par les régulateurs comptables au titre de la transparence et de la vérité des comptes, est aussi un facteur de court-termisme.

Il faudrait donc aujourd'hui remettre en cause, au moins partiellement, ces deux principes comptables. L'idée que l'on peut avoir des investissements valorisés en fonction du risque de perte, et non d'une valeur de marché, parfois purement fictive d'ailleurs, et l'idée de provisionner sur le cycle tout ce qu'on appelle le calcul en pertes attendues, pourraient nous permettre de revenir un peu sur le court-termisme.

Is there a Right Size of Finance?

Hans-Helmut Kotz¹

Goethe University, Frankfurt

The simple answer is: Yes, there is. But we don't know. And we cannot know, at least not for sure. Hence we should not pretend. But somehow we do know when the system is out of whack. As it definitely still is. That's why it is in deep need of mending: Re-Regulation, as the subtitle of our panel calls for. Let me explain.

Ideally and at the margin, the size of an industry reflects its contribution to societal welfare. Size of any industry, including finance, thus is endogenous. In this vein, a financial system working well would appropriately reflect demand as it arises in the non-financial economy (the real one?). In a competitive environment, accounting for all potential externalities, it would be run at lowest social opportunity cost. This implies returns, adjusted for risk, which are, over the long haul, on an even keel with the rest of the economy.

In 2007, value added in the US financial industry was about 8 percent. The share of profits however at some 40 percent, on the rise for more than two decades. The "wild beast of finance" (Alfred Steinherr, 1998) was seen as preying on the real (= value-creating?) industry.

This is evidently a recurring theme. Last time, about a decade ago, the issue was about sustainable (average) returns on equity: the famous 25%, simply un-achievable in equilibrium. But such aspirations –hurdle rates– do have consequences for corporate governance, for example, they spell short-

1. Center for Financial Studies, Goethe University, Frankfurt and Center for European Studies, Harvard University. Remarks at a panel on: *The End of Financial Dictatorship? Re-Regulating European Financial Markets*, Cercle des économistes.

termism. They also imply what one today calls “financialization”. This means production processes with a focus on finance-driven cost cutting rather than on long-term innovativeness and productivity, which, at the firm-level amounts to competitiveness. This point was raised a quarter of a century ago by Robert Hayes and William Abernathy in their article “Managing our way to decline”, they highlighted the potentially large lost opportunities.

The title of this panel of course harks back to a French debate: *La tyrannie des marchés*, also a recurring diagnosis, but particularly intense in the wake of the Asian crisis as well as the subsequent dotcom bubble. Consider, for good measure, the case of Enron. Just three months before bankruptcy, its stock price implied a performance going forward even much stronger than in its past –which proved to be accounting gimmickry. Ten years of 25% growth in revenues followed by 10% until eternity. That was quite palpably beyond physics.

But it was not only Enron. At that time, in fact, a number of large companies went down inadvertently –with markets not too much ahead of rating agencies in acknowledging their fragility. This had to do with a lack of information but also with the way financial markets processed (made sense of) information and, last but not least, rational opportunism, herding amongst analysts, investors etc.

In other words, financial markets do not work, at least at times, as the “standard model” of efficient markets assumes.

Obviously, they don’t. To understand under which conditions financial markets (and institutions) serve their purpose perfectly, I borrow from the great James Tobin. In a famous article of 1984, Tobin discussed what efficiency in the case of financial markets might mean. He emphasized four dimensions. First, markets perform well insofar as they include all pertinent information. We know for sure that this at times does not happen, and not only in the case of Enron or structured credit products. Second, markets are capable of evaluating companies’ perspectives appropriately. That is what Tobin called fundamental valuation efficiency. Third, more an academic request, markets can be used to insure against all sorts of contingencies, so there is “full insurance efficiency”. Finally, and that is from an applied perspective his most important point: even finance does not serve its own purpose. It supports pooling of risk (insurance function), facilitates transactions (payments system) and serves as a matchmaker between ultimate savers and those who would like to invest or (temporarily) live beyond their current means. Ultimately, it is “functional efficiency” which counts.

The Great Financial Crisis has reinforced the pertinence of the Tobinian perspective. Along these lines, in the fall of 2010, Ben Friedman and Bob Solow edited an immensely inspiring issue of *Daedalus*. Friedman puts the

publication on track with a very simple question: “Is the financial system serving us well?” Is it performing its role and at what cost? Most remarkably, we don’t have a simple answer, even not to the latter one.

But we do know, for sure, that financial activities can spell massive trouble: That’s why we have regulations –imperfect ones, admittedly. In the following I will very briefly touch upon four questions: What where the problems? What would we like to achieve? What was done? Does it suffice?

► **What where the problems?**

They were the same, as always. They are never different. There was too much leverage in the system, still is. This time round it was created in new-fangled ways. For example, through collateralized debt obligations (CDOs). But also through the interplay between regulated, supervised banks and non-bank banks, *i.e.* shadow banks, often less, always differently regulated.

It was also, as so often, excessive maturity transformation, *i.e.* a mismatch between the very long maturity of assets and the very short duration of liabilities. This entailed a substantial roll-over risk, making the system as a whole vulnerable to liquidity spirals. At least that is what we know from hindsight. The most emblematic case in that regard was that of a bank in the UK, which became famous afterwards because it managed to produce the first run by retail depositors for 150 years. But, of course, the real run had been happening a month before in wholesale markets. This bank ran an asset side with a duration of four and a half years. Concurrently, the bank was supposed to roll over its liabilities every other day. Out of a sudden, in August 2007, markets did not see that as a robust business model any more. This is one of the issues that regulators have been addressing with the net stable-funding ratio and the liquidity-coverage ratio.

Finally, of course, the systemic dimension was not acknowledged –a fallacy of composition. One of the major flaws of the pre-crisis regulatory and supervisory approach –and this includes Basel I and Basel II– therefore was that it took an almost exclusively bank-individual perspective. After the Great Financial Crisis, it is uncontroversial that regulators have to think about how behavior adds up.

► **What would we like to achieve?**

Now, this is a simple question with an obvious response: an effective, resilient, not as crisis-prone financial system –accepting that, unfortunately, crises will always happen. It is about reducing their frequency and their severity.

Thus, the objectives of policy-makers (regulators, supervisors) are obvious. After achieving a containment of the crisis (at very high direct and indirect cost) public sector efforts are now focused on crisis prevention. The objective is to provide the regulatory infrastructure for a robust and performing financial system. This means in particular that financial institutions should be capable of evaluating, pricing and managing risk properly – as well as owing-up to possible misjudgments or bad luck only.

While public regulators thus are in the business of devising policies to internalize externalities, underwriting efficiency (competition authorities, controlling market power) and financial stability as well as providing consumer protection, the purpose of supervision is to implement these rules effectively. Supervisors care for safe and sound institutions.

We do need rule makers and institutions, which enforce these rules since, individually, on their own, market participants do not have the appropriate incentives to produce the necessary conditions for financial stability. In the aggregate their behavior therefore can lead to inefficient or unstable (market imperfections/market failures/missing markets) outcomes.

However, as Governor Noyer correctly pointed out, regulation and examination is not about stifling the banks. It is not about keeping a lid on innovation. It should be about producing an environment where banks can perform their function in a systemically healthy way.

► **What was done up to now?**

Financial regulation has become very much a three-level game in many regions, true in the US but in particular in Europe. There are international forums involved – the Financial Stability Board (and the G20 process), the BIS, in particular the Basel Committee. These institutions set the policy agenda and they frame approaches towards policy making. But then there is quite obviously also a national dimension to rule-making. The U.S. Dodd-Frank Act as well as the U.K. Independent Commission on Banking (Vickers) proposals respond to particular national idiosyncrasies. They also reflect the interplay of (individually legitimate) interests.

In any case, we experienced a quite substantial reassessment not only of Basel II but also the acknowledgment that the macro-prudential or systemic dimension needs attention. Basel III, to be phased in over an extended period of time, comes with higher capital requirements (as well as capital of a higher –loss absorbing– quality). Moreover, in view of the fragility of risk models, a general leverage ratio will be applied. The roll-over risk is addressed through liquidity requirements (short-term liquidity coverage ratio and structural net stable funding ratio). Then, Europe has also created an institution to deal with the systemic problems: the European Systemic Risk

Board. It is meanwhile consensus that it does not suffice to keep individual institutions safe and sound.

► ***En guise de conclusion : Does it suffice?***

By and large, we are on the right track. In a few domains we might even be prone to overdoing it. For example, in order to perform their role, banks do have to engage in maturity transformation. There's a need to strike a balance. Policy-making is not about penalizing banks. Ultimately, they should be capable of serving their purpose, cost-effectively.

There are a number of open issues. For example: whilst the EU Commission would like to see a maximum harmonization of rules the U.K. and Sweden, for example, call for more national discretion also in the first pillar. There are also quite substantial differences in views on whether more structural interventions are needed. This concerns in particular the issue of ring-fencing, the debate about the pros and cons of separating banks along business lines (or functional subsidiarization), an issue also addressed by a High-level Expert Group chaired by the Finnish Central Bank Governor Erkki Liikanen.

There are more challenges. While many in the banking industry hold that the level of capital requirements is so high that the industry's capacity to provide credit will be impeded, academics, referring to Modigliani-Miller's irrelevance proposition, call for substantially higher capital ratios. Otherwise, they hold, taxpayers will remain first in line when bad things happen. Moreover, getting a handle on the too-big-to-fail as well as the too-interconnected-to-fail problems is still work in progress.

There are, to conclude, also a number of thorny issues with a particular relevance for Europe's monetary union: cross-border crisis management and resolution schemes have proven to be lacking. As a consequence, the previously only academic debate around what one now calls banking union –common supervision, common resolution and common deposit insurance– is gaining momentum. Europe's financial markets are dis-integrating, re-nationalizing. This complicates the single monetary policy enormously. That is for sure the most important challenge EMU has to face going forward.

La finance virtuelle est morte, vive la finance réelle

Michel Cicurel

Michel Cicurel Conseil

Je veux vous livrer la recette française d'une ratatouille à la marinière et «faite maison». Prenez 3 parts égales de Colbert, Sully et Guizot pour l'État, la terre et les usines fumantes. Composez la sauce religieuse, aux arômes de fille aînée de l'Église, de révocation de l'Édit de Nantes et de quelques relents d'antisémitisme. Relevez d'une pincée de populisme, d'égalitarisme et d'antimondialisation. Et voici la recette de notre douce France, pourtant si dure pour la finance internationale, «l'ennemi sans visage».

Eh bien, je voudrais, au péril de ma vie, tenter de vous peindre le bon visage de l'ami financier.

► Une triple peine

Et d'abord, faire justice d'un mythe : la responsabilité exclusive de la finance dans cette crise. Qui n'est d'ailleurs pas une crise, mais une métamorphose du globe, avec les émergents devenus submergents, le vieillissement des pays riches, et bientôt 9 ou 10 milliards de consommateurs enrichis qui se disputent à prix d'or les ressources de la planète.

Face à cette triple peine, les pays avancés pratiquent le refus d'obstacle : pour noyer leur chagrin d'un moindre niveau de vie, ils font marcher la planche à billets. D'où la crise bancaire Outre-Atlantique et la crise des souverains en Europe. Comme on reproche aux antibiotiques plutôt qu'à l'infection de fatiguer le patient, on accuse la finance plutôt que l'indolence des cigales occidentales, qui se régalaient du travail et de l'épargne des fourmis émergentes, pour financer à crédit leur pouvoir d'achat.

Certes, la finance a dérapé. Il s'était développé, chez certaines banques américaines, une perversion onaniste, où l'essentiel des fonds propres, des talents, des bonus et du risque se tournait vers l'autosatisfaction du banquier plutôt que celle de ses clients. Saluons les nouvelles régulations, celles inspirées de la réforme Volcker, pour encadrer la gestion du compte propre, mieux que les tentations européennes de retour au Glass Steagal Act. Mais les régulations les meilleures ne savent résoudre tous les problèmes, et peuvent en créer de nouveaux. Une erreur humaine chez le pilote, et c'est l'accident d'avion. Une erreur humaine dans la tour de contrôle, et c'est une gigantesque catastrophe aérienne.

► **Et en cas de vraie tempête ?**

Il est difficile de centraliser la maîtrise des systèmes complexes, et la tour de contrôle infernale prend feu comme un rien !

Prenons l'exemple de Bâle 3 et, en cas de persévérance diabolique, de Solvency 2, censés protéger contre les orages bancaires et financiers. En cas de vraies tempêtes, ces parapluies ne sont-ils pas trop frêles ? Et trop protecteurs, ne risqueraient-ils pas d'amener la pluie ? Car, en Europe, l'économie est financée aux 3/4 par les intermédiaires financiers que ces réglementations ligotent. Alors que les États-Unis financent dans la même proportion leur économie sur les marchés, et ont le front de s'exonérer de ces règles pour le quart restant. Bien sûr il faut plus de surveillance, mais sans jeter le bébé avec l'eau du bain. Car jamais le monde réel n'a eu tant besoin de la finance pour persévérer dans son être.

Le paradoxe est que le monde n'a jamais connu un tel déluge de liquidités, mais ce sont des liquidités qui inondent plus qu'elles n'arrosent. Il faut une arche de Noé, celle de la bonne finance, pour que les flux d'argent prennent la direction des besoins de l'économie mondiale, plutôt que de s'assoupir dans les fonds souverains du nouveau monde, ou de gonfler des bulles d'actifs. La transformation redevient vitale, comme dans l'immédiat après-guerre : transformer le surplus des nouveaux pays riches en investissements chez les anciens pays nantis ; transformer l'épargne devenue légitimement frileuse, exigeant liquidité et sécurité, en capitaux longs et à risque ; transformer l'incertitude et l'instabilité excessive des marchés de l'argent en volatilité maîtrisée grâce aux dérivés, brillant savoir-faire français, pourtant si décriés chez nous. Et bien d'autres choses encore qui transforment la monnaie aveugle en finance éclairée.

D'ailleurs, pour éviter la dépression mondiale, soi-disant provoquée par les banques, il a fallu soigner le mal par le mal avec beaucoup plus de crédit : comme le système bancaire pansait ses plaies, les banques centrales ont dû se transformer en banques par les interventions dites « non

5. La fin de la dictature de la finance

conventionnelles», en prêtant directement aux États et à l'économie. Et le monde tremble lorsqu'elles font mine de rebrousser chemin !

Mais bien au-delà de la sortie de crise, pour retrouver un équilibre stable du monde il faut du temps, et le temps c'est de l'argent, donc du crédit. Il ne suffit pas que les pays avancés aient cessé d'être le centre de gravité mondial, pour que les émergents en aient hérité. La Chine, le Brésil, la Russie connaissent leurs premières crises de croissance. Un pays adolescent, même brillant, ne devient pas une puissance économique en une ou deux décennies. Et les émergents sont loin de pouvoir jouer les locomotives mondiales. Il est de l'intérêt commun que le nouveau et le vieux monde aient le temps de s'ajuster et de se répartir les rôles.

Pour cela, les pays avancés doivent investir, en même temps qu'ils résorbent leurs déficits. Il leur faut moins d'illusion monétaire et plus de finance. Moins de dettes pour le dérapage des finances publiques ou la fuite en avant d'une consommation assistée et insolvable, et plus pour l'investissement en valeur ajoutée intellectuelle, afin de générer davantage que le remboursement de l'argent prêté. De ce point de vue, le grand emprunt pour les investissements d'avenir, tant décrié par les orthodoxes, hurlant à la mort de la discipline budgétaire, est pourtant le modèle pour le redéploiement de la vieille Europe.

Et comment faire de la bonne finance, de la finance réelle et non virtuelle ? Pour cela il faut s'adresser à ceux qui sont capables d'investir à long terme en prenant des risques. Ceux qu'on veut faire payer, et qui se dérobent, car le capital est le facteur de production mobile par excellence. J'ai nommé les riches ! Même si c'est politiquement incorrect, ne pourrait-on les encourager à financer l'avenir plutôt que de les forcer à se terrer dans l'ombre du lac Léman ou des œuvres d'art ? Il se pourrait bien lorsqu'on éclaire l'ennemi, qu'on dévoile un visage ami.

Éloge de la banque schumpétérienne

Philippe Wahl

La Banque Postale

Le secteur financier est, ce n'est pas un hasard, comme l'argent : s'il peut être un bon serviteur, on est sûr qu'il est un mauvais maître.

La crise a montré que la banque utile est la banque de détail. C'est la banque la plus utile car c'est celle qui finance les besoins des ménages ; c'est celle qui leur apporte la protection de l'assurance-vie et autres formes d'assurances de protection. C'est la banque schumpétérienne. Cela signifie qu'elle est profondément au service de l'économie et des projets des entrepreneurs. Elle est là, fondamentalement, pour permettre de trouver un meilleur sentier de croissance et de financer l'innovation.

► Banque de détail et banque de financement et d'investissement

La banque de détail est la meilleure banque également en termes de rendement et de rentabilité. Si l'on considère la rentabilité à moyen terme, la banque de détail bat la banque de financement et d'investissement, ne serait-ce que parce que la rentabilité notionnelle de la banque de financement et d'investissement a été négative du fait qu'aux États-Unis par exemple, toutes les banques de financement ont été sauvées par le gouvernement américain. Sans ce sauvetage, nous aurions assisté à une faillite généralisée.

On ne prend pas généralement ce risque avec la banque de détail. Elle a montré au cours de la crise une solidité, une assise et une capacité à servir l'économie absolument remarquables. Au fur et à mesure de l'évolution de la crise, le portefeuille d'activité des grandes banques s'est déformé en faveur de la banque de détail.

Ainsi, la banque qui est au service de l'économie, nous y avons tous un compte, c'est la banque de détail.

► **Les risques propres à la banque de détail**

Dans les faits, les choses sont un peu plus compliquées. Souvenons-nous que la crise systémique a commencé à partir du dévoiement d'un produit de la banque de détail, le crédit immobilier : le *mortgage* et sa transmutation en *subprimes*. Cet épisode nous montre que même si la banque de détail est fondamentalement le meilleur modèle de banque, elle est également soumise à des risques :

– le premier risque est celui de chercher à trop maximiser l'effet de levier ;

– le deuxième risque tient à son propre comportement : encourager la finance de l'ombre – ce sont bien les banques de détail qui vendent des produits qui terminent dans les paradis fiscaux ;

– enfin, par la masse de liquidités qu'elle accueille, gère et protège chez elle, la banque de détail peut prendre des risques considérables et se lancer dans des spéculations. C'est la raison pour laquelle certaines banques s'engagent à ne pas spéculer sur les matières premières alimentaires, par exemple.

Cela signifie que toute activité bancaire présente un risque et doit être régulée. Même pour la banque de détail, il faut un encadrement, des règles et un suivi permanent.

La banque de détail finance vos projets, mais on le voit bien, une fois que tout le monde a son crédit immobilier, son assurance-vie, son assurance MRH, son crédit à la consommation, son crédit auto..., comment faire croître la banque de détail ? Le risque, même pour ce type de banque, est d'aller chercher la croissance du côté des paradis fiscaux et des prises de spéculation. Pour croître, la banque de détail doit donc élargir son périmètre de services, parfois en dehors de la sphère bancaire : c'est ce qui a commencé à être fait avec l'assurance santé et la sécurité à domicile. Il me semble que c'est de ce côté-là qu'il faut que la banque de détail cherche les relais de croissance, plutôt que du côté des marchés financiers.

Pendant la crise, les banques de détail ont eu tendance à comprimer le prêt. De nombreux chefs d'entreprise ont eu à déplorer ce refus, de la part des banques de faire leur métier qui est de prêter de l'argent. À l'évidence, cela est dû à la contamination de la banque de financement et d'investissement et à la crise des marchés. Cela dit, certaines banques – je ne parlerai pas d'une banque particulière, par exemple la banque de service public en France – ont continué à prêter.

Je terminerai par l'idée que face à l'innovation permanente, le véritable défi est «la régulation permanente». La matière financière pousse à l'innovation, les projets des entrepreneurs poussent à l'innovation : il faut en permanence remettre sur le chantier la régulation. Il s'agit, à mes yeux, de l'une des solutions clés pour le contrôle de la finance et des marchés financiers.

Finance is a tiger in a cave

HU Yifan
Haitong Securities

I would like to use an old Chinese saying. Finance is a tiger in a cave; once it comes out, it is very hard to tame it. Indeed, the financial sector has grown much faster than the real economy. That is not only the case for the developed countries, but also for emerging countries. Just to give an example for China, we have only had a financial sector for less than two decades.

However, currently, the Government debt is already about 40-60% of GDP. The corporate debt is about 100% of GDP and the household debt is about 40%. Overall, we already have a total of about 200% of GDP in debt; it is much bigger than the real economy. The crisis is a cracked shield for the oversized nominal economy.

► How to tame the tiger

We always ask the question: should the bursting of the bubble be the only way to tame this big tiger? I will just make two points here. The first point is that I think the financial sector should not crowd out the real economy. Currently, it has, because of the large profits and very high profitability gained from monopolistic positions.

The financial sector has gained much higher profits than the real economy. It actually attracts all the resources in society, including money, human capital, loans and Government supports. Every thing goes to the financial sector, so it has become bigger and bigger. It has become the key of the economy. There should be some regulations to control it or at least to manage it. It has become too big.

At the same time, we find that the money that is now circulating in the financial sector cannot go into the real economy. I will again use China as an example. Currently, China is not lacking in money; the liquidity is very abundant. However, the real economy cannot get money. We have a huge disparity in investment, especially in long term investment. However, as you might know, in June, the inter banks market rate soared to 20%. At the moment, it has gone down to 10-12%, but it is still very high. However, we only have an inflation of less than 3%. That is totally abnormal.

That means the financial sector has already gone out of the control of the real economy. We need regulations to cut this securitization. This needs not involve money, but it could be some kind of virtual interest in this mechanism. I think the second point is very important, regarding the boundary of the financial sector.

► **What about the size of the financial system?**

As to the question of the proper size of the financial sector? We are always talking about the proper size of the foreign exchange reserve, the exchange rate, the interest rate and even the inflation rate. However, there is never a serious discussion or study on the financial size. People may think that the bigger it is, the better. The bigger it is, the more power you gain, just like in the US. However, currently, we have seen a series of crises.

Therefore, I think bubble bursting is the only way to crack this over-sized financial sector. However, that will be very costly for the whole economy, not only for the economy itself. It will hurt equality in society, so it has become a very serious issue. I think it is not only for developed countries; it is also spreading very quickly to the emerging countries. In all the emerging countries, it has also become a very serious issue. All their resources are also attributed to the financial sector. I think it will be a challenging topic to talk about this kind of boundary.

Il n'y a pas de dictature des marchés

Éric Le Boulch

CM-CIC Securities

Je commencerai mon propos en citant un communiqué d'Attac qui affirmait fin 2011 que «les banquiers dépouillent les peuples en acceptant de leur prêter de l'argent» et qui ajoutait que le créancier est illégitime. Pourtant, il ne faut pas l'oublier, les contrats sont très démocratiques.

Selon moi – même si je fais peut-être là un plaidoyer *pro domo* – il n'y a pas de dictature des marchés. Les marchés peuvent utiliser certaines situations ; mais les politiques économiques des États, la conduite stratégique des entreprises ne sont pas soumises à la seule logique des marchés financiers, aux seuls intérêts des détenteurs de capitaux ou des établissements de crédit.

► D'où vient la notion de «dictature des marchés» ?

La notion de «dictature des marchés» a-t-elle son origine dans le comportement de la finance ? Non. Au contraire, la finance n'est pas, loin s'en faut, un despote éclairé. Son comportement le montre : il suffit de penser à l'inefficience des marchés financiers, à l'existence de bulles et de ce qu'on appelle le court-termisme. On peut aussi songer, sur les marchés, à la dissolution de la notion de client. Quand on qualifie tous ses clients de contrepartie, on rompt les notions de devoir de conseil et de primauté des intérêts du client. On peut donc tout lui vendre, en s'en remettant à son intelligence.

J'appartiens à un groupe mutualiste où l'on pense que la notion de contrepartie n'est pas légitime. Dans les marchés financiers, il faut toujours avoir en tête qu'on a face à soi un client et non une simple contrepartie. Il est vrai que la capacité de développement autonome des marchés, leur capacité à imposer des normes privées, à créer des produits qui pendant un temps sont sans contrôle de la loi et des règlements, en un mot l'hypercentrophie

5. La fin de la dictature de la finance

des marchés, a pu nuire, particulièrement aux États-Unis. Mais la réalité de nos jours est rapidement tout autre et ne permet pas d'affirmer que la dictature a existé et qu'elle se poursuit. On sous-estime le travail effectué, particulièrement en Europe, en termes de réglementation des banques et de renforcement des pouvoirs de la supervision.

Où se trouve cette dictature perçue par certains ? Elle est manifestement liée au fait qu'un trop grand nombre de pays dits développés sont tout près d'un endettement égal à 100% du PIB. La conduite des politiques aujourd'hui est liée par des contrats de dettes et n'offre plus aux populations le sentiment qu'il y a des alternatives : il faut rembourser, il faut gérer l'État quasiment comme une entreprise, il faut générer du cash-flow. C'est sans doute regrettable, mais c'est aussi le fruit de l'échec des politiques, échec qui, pour certains pays, s'est étalé dans la durée.

Par ailleurs, les marchés savent qu'ils doivent quelquefois instituer un rapport de force pour obtenir le remboursement de leur capital. Adam Smith disait que lorsque la dette a grossi au-delà d'un certain niveau, il n'existe pas d'exemple dans l'histoire où elle ait été loyalement remboursée. De fait, en deux siècles, quatre-vingt-quatre pays ont fait défaut sur tout ou partie de leurs dettes.

Tous les États ne sont pas dans la même situation dans ce rapport de force. L'Argentine, par exemple, continue de ferrailler contre des fonds opportunistes qui détiennent de la dette restructurée en 2005. Cette dette a été émise non pas en droit local, mais en droit international : les fonds n'ont donc pas souhaité suivre la restructuration de 2005 et exigent le complet remboursement.

En Europe, on a la chance d'émettre en droit local. On peut même ajouter, comme ce fut le cas en janvier 2013, ce que l'on appelle des clauses d'action volontaire qui permettent, dès l'émission de la dette, d'intégrer dans le contrat le fait qu'on pourra à un moment donné, avec une majorité qualifiée, renégocier les termes du contrat de dettes.

Les marchés n'ont donc pas nécessairement tous les pouvoirs et quelquefois, ils savent bien qu'ils ne seront pas remboursés. Aujourd'hui, ils le craignent parce qu'ils voient qu'ils sont allés trop loin et ont peut-être fait trop longtemps confiance aux États.

► Où est la vraie dictature de la finance ?

C'est surtout dans son développement autonome, particulièrement aux États-Unis, que la finance a pris une place excessive, sans contrôle suffisant de la loi et des règlements. Beaucoup de chiffres ont été avancés. Aux États-Unis par exemple, la finance représentait 1,5% du PIB au milieu du XIX^e siècle ; 2,5% en 1947 ; 4% à la fin des années 1970 ; plus de 8% en 2006.

Si on doit pointer du doigt un produit, c'est bien sûr celui de la dette titrisée, (en particulier des *mortgages*), qui a grandi très rapidement. À la fin des années 1980, ce produit était quasiment insignifiant aux États-Unis dans l'ensemble des portefeuilles financiers. En 2006-2007, il représentait 3 800 milliards de dollars et plus de 6% des actifs financiers, avec comme corollaire moins de bilans régulés qui portaient ces actifs.

On peut aussi mettre en exergue le fait que le déclenchement ou le non déclenchement de certains produits – on pense aux CDS – est le fait des *boards*. On a vu, dans le cas de la Grèce, que la question de savoir si ceux qui avaient acheté un CDS étaient protégés, et ce qu'était un défaut ou pas un défaut n'était pas clair. Cela montre bien que le fait d'avoir trop de normes privées, de boards privés en lieu et place du rôle de la loi ou de sages publics, a eu un rôle important.

D'autre part, ces marchés non régulés et ces produits dits OTC² permettent des marges et des profits très importants par rapport aux vrais produits et aux vrais marchés. Par exemple, les produits vanille ne permettent plus – que l'on pense aux produits actions – d'avoir des marges significatives.

Enfin, et c'est peut-être l'élément le plus important, il faut parler du comportement de la finance. On a parlé de l'aléa moral ; j'ai évoqué les notions de «client» et de «contrepartie» ; on peut penser aussi à la prise de risque irresponsable, à la finance inutile ou au court-termisme. Le court-termisme s'exprime quelquefois dans une logique que l'on peut résumer par : «*if you panic, panic first*», typique des comportements du marché. Il peut aussi s'exprimer au détour d'un dialogue que j'ai eu récemment avec un opérateur, qui affirmait : «à moyen et long terme, il va se passer ça». Je lui ai demandé ce qu'il entendait par moyen et long terme. Il m'a répondu : «14 et 21 semaines». Ce n'est pas raisonnable.

À ces travers du comportement de la finance s'ajoute le caractère moutonnier, encouragé par les contraintes institutionnelles pesant sur ceux qui gèrent les capitaux. De ce point de vue, la *full market value* est le lieu où la dictature de la finance est sans doute la plus forte. Il conduit à ce que tous les acteurs fassent la même chose en même temps, autre effet très négatif.

► **Le fonctionnement des marchés s'est-il amélioré ?**

Les choses vont beaucoup mieux. Ceux qui critiquaient la finance il y a quelques temps se plaignaient de l'indépendance des banques centrales et du fait qu'elles ne mènent que des politiques financières ou monétaristes.

2. *OTC derivatives* : produits dérivés de gré à gré.

5. La fin de la dictature de la finance

On voit bien que le travail des banques centrales face aux gouvernants n'est pas facile et que quelquefois, il est plutôt raisonnable de les rendre indépendantes. Mais elles font le travail. Par exemple, la réserve fédérale des États-Unis affiche un objectif de taux de chômage : c'est bien la preuve que, contrairement à ce qu'on leur reproche, les acteurs de la finance prennent en compte certains objectifs.

En Europe, le travail a été fait et continue à être fait. Les banques se sont ajustées et ne captent pas des surplus excessifs. Si en 2006, sur une moyenne de quinze établissements bancaires, les retours sur fonds propres étaient de l'ordre de 18%, aujourd'hui ils sont inférieurs à 4%. Autre mesure : le ratio de levier. Je citerai en exemple un établissement très bien géré, BNP Paribas, grande banque de la zone euro : en 2008, son levier – calculé de manière simple : fonds propres moins survalueur rapportés au total du bilan – était légèrement supérieur à 2%. Ce ratio, aujourd'hui, est tout près de 4%. C'est le résultat, en très peu de temps, des éléments mis en jeu pour alléger le bilan, changer la nature des actifs portés, augmenter la proportion de fonds propres et la résistance.

In fine, les vrais marchés vont se développer, c'est notamment le cas même pour les marchés dérivés comme le définit la directive EMIR³, et le rôle des vrais marchés va aller croissant. Déjà, les entreprises se financent de plus en plus au niveau obligataire sur les marchés. En revanche, il y a fort à parier que le singe va rester sur l'épaule des financiers puisque la situation d'endettement des États, elle, ne va pas se résoudre rapidement et que nous en sommes – c'est sans doute mérité – les bons boucs émissaires.

3. Directive EMIR : *Euro Market Infrastructure Regulation*, introduit tout d'abord la notion de «contrats standards» et lui associe une obligation de compensation via une Contrepartie Centrale (CCP) dans le but de diminuer fortement le risque de contrepartie.

Enjeux à moyen terme des agences de notation

Carol Sirou

Standard & Poor's CMS France

Je vais essayer d'illustrer que, contrairement à la première perception que l'on en a, les agences de notation ne sont pas court-termistes. Mais avant d'aborder ce sujet, j'aimerais revenir sur la question de l'inefficience des marchés et sur ce qu'on a pu dire de manière à mon sens un peu simpliste, sur un certain degré d'opacité. Surtout, j'aimerais attirer l'attention sur le fait que le coût du risque n'est généralement pas « pricé », ce qui – on le constate actuellement avec la surliquidité – peut générer des bulles, dont nous avons vu il y a quelques années les effets dévastateurs pour nos économies.

Je parlerai ensuite de l'appréciation du risque, ce qui me permettra de faire la part entre l'approche court-termiste et la vision de moyen terme – on aurait envie de dire long terme, mais disons une vision à deux, trois ans. Je m'efforcerai d'expliquer comment l'agence de notation fait cette analyse.

Je terminerai mon propos en parlant de la réduction des risques systémiques grâce à une meilleure comparabilité des risques et notamment d'un besoin d'information qui, malgré des progrès majeurs, demeure très important.

► Les objectifs à moyen terme des agences de notation

Lorsqu'on parle de court-termisme, on pense en général au marché d'actions et au fait que le trimestre suivant détermine entièrement le sort de tel ou tel titre. On évoque les CDS, la volatilité sur ce type de papier, et à contrario, les marchés obligataires qui même s'ils ne sont pas totalement efficaces, permettent de répondre au besoin du financement de l'économie.

5. La fin de la dictature de la finance

Pour permettre la rencontre de cette offre et de cette demande, il est important de réduire l'asymétrie d'informations qui existe dans des marchés très mondialisés où les décisions doivent se prendre rapidement. C'est là que la notation prend toute sa valeur.

Nous avons souvent du mal à expliquer pourquoi nous avons une vision de long terme. Je vais essayer de vous le montrer. Nos notes sont assorties de perspectives dont certains travaux académiques, notamment du FMI, démontrent qu'elles sont des signes avant-coureurs en donnant des perspectives sur l'évolution des notes futures. Mais surtout, la notation repose sur des hypothèses existantes si j'ose dire : sur la stratégie de l'entreprise, afin de calculer cette tendance à deux ans qui pour nous est très importante et nous ne sommes pas attachés à tel ou tel ratio.

Il est très important, en particulier pour l'appréciation du risque souverain, de comprendre quelles sont les tendances. On parle peu de tendances, alors que c'est chez nous le moyen d'opposer le court-termisme et l'objectif d'appréciation des risques à moyen terme. Voilà notre objectif principal, sur lequel nous travaillons beaucoup, mais il y a certainement encore beaucoup à faire pour permettre cette vision de long-terme.

► Répondre aux risques systémiques

Le deuxième point sur lequel nous concentrons notre travail concerne les risques systémiques et la manière d'y répondre. Tous les travaux réglementaires, notamment dans le cadre du Conseil de Stabilité Financière, visent à augmenter, dans le domaine bancaire, la clarté et la fréquence de l'information, son utilité et sa comparabilité. Ces dernières années, le risque bancaire, d'un certain nombre de secteurs bancaires européens, demeure pour les investisseurs en Europe et hors d'Europe une forte source d'inquiétude car perçu comme opaque. C'est cette perception qui a en partie entraîné la fragmentation des marchés interbancaires que nous connaissons.

Comment y répondre ? Le FSB y travaille. Il nous paraît important de continuer à aller dans ce sens. Les régulateurs trouvent peut-être là une forme de norme, car si ces recommandations contribuent à favoriser la convergence de vue sur les risques sous-jacents, il y a encore de la part des acteurs de marché de très fortes perceptions négatives sur les risques réels. Cette appréciation du risque a encore des possibilités d'amélioration.

Aux éléments qui ont contribué à un certain nombre de risques systémiques, j'ajouterai l'inclusion de la notation dans certaines normes réglementaires ou l'utilisation mécanique des notes, avec les effets d'accélération que cela provoque, alors même que le risque lui-même n'est pas nécessairement détérioré de manière sensible.

Enjeux à moyen terme des agences de notation

Il y a donc des évolutions majeures qui permettent de sortir du court-termisme et d'avoir une vision de moyen terme. Toutes ces évolutions doivent contribuer à améliorer la culture d'analyse du risque, qui demeure perfectible, et devraient contribuer à améliorer la confiance que peuvent avoir les investisseurs et les consommateurs ou les clients des banques dans la finance mondiale.

The Financial Crisis as Wake-up Call for Regulators

Susan Wolburgh Jenah

Investment Industry Regulatory Organization of Canada

I will provide a regulatory perspective, which makes me somewhat unique on this panel. I come from Canada, one of the few jurisdictions that actually did not need a bailout; our banking institutions survived the crisis quite well, as many of you know. However, no country can be complacent, and certainly we found that despite coming through the crisis relatively well, we are not an island. Everyone is impacted by what happens globally.

The last decade has been one of enormous change in the architecture and operations of the financial system, and in terms of market structure. The financial crisis, which as we all know was a banking and credit crisis at its core, was unprecedented, unless one goes back to the time of the Great Depression. However, it did have an important spillover effect, beyond the banking and credit areas, into the securities markets. It had an impact on market participants and overall investor confidence. We have yet to recover from those effects.

The crisis gave rise to a period of profound introspection on the part of regulators and re-regulation. There were a lot of challenges to conventional wisdom about regulation, which I want to touch on. This was an inevitable consequence of an event of such magnitude and impact, not only on market participants but on “main street”, and with global consequences. In the aftermath, we found dangerous levels of leverage and debt across the financial system. Excessive risk had been spread through counter parties, in an inter connected chain that was opaque and not well understood. Therefore, it was not possible to effectively manage or mitigate those risks.

► **Too inter-connected to fail**

We discovered that some institutions were not only too big to fail; they were too inter-connected to fail. I would add that many were probably too big to effectively manage. Hence the ensuing focus has been on the designation of some financial institutions as being systemically important, and on the ability to have resolution authority. Key objectives have been on how to avoid government bail outs in the future and to ensure orderly wind ups of failing institutions.

In the aftermath of the crisis, attention was focused on subprime mortgage exposure, weak mortgage-origination standards in the U.S. and opaque inter-connected over the counter (OTC) derivatives markets globally. These were all determined to be key contributors to the near collapse of the global financial system. The G20, in an unprecedented example of co-ordination, confirmed its commitment to major financial sector reform. This included reinforcement of the oversight of banks and supervision of market participants and the markets themselves. This commitment was codified in a detailed blueprint for financial reform.

What has happened since? The reality is that between that single G20 commitment to implementation, a number of challenges have emerged. This is not to minimize the significant progress that has been made. The Financial Stability Board, the Basel Committee and the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) have all done an enormous amount of work. However, no one entity has the ability or jurisdiction to implement and enforce the new principles and standards agreed to at a high level by the G20.

This remains a matter of national authority and jurisdiction. In a recent interview, David Wright, Secretary General of IOSCO, expressly referred to this challenge. He noted that international cohesion and cooperation are where additional efforts are most needed. He went on to note that such efforts are still encountering political resistance in some jurisdictions. This is doubtless due to the pressures brought to bear by various stakeholders including financial market participants.

An example of this has been the ongoing debate, mainly between the U.S. and Europe, with respect to how OTC derivatives should be regulated. It also covers how much deference or reliance can and should be placed on home country regulation and supervisory oversight of global participants. This is in order to avoid regulatory arbitrage, duplication, conflicting standards and unnecessary cost.

Regulators and policy makers are also facing challenges in understanding how heightened standards in the conventional banking sector may drive more activity to the shadow banking system, thus creating new sources of

risk. Indeed, the size and breadth of the shadow banking system, which includes money market funds, securitized funds and repos, is estimated to be very significant indeed.

► **Strengthening regulation**

When IOSCO released its recommendations in relation to money market funds, it noted the importance of strengthening regulation and oversight of these funds, given their importance in the shadow banking system. Money markets represented approximately 4.7 trillion dollars in assets under management in the first quarter of 2012. These funds represent a significant source of credit and liquidity. Their performance during the crisis, when one U.S. money market fund “broke the buck”, highlighted their potential to spread or amplify risk.

As well, IOSCO has released recommendations relating to securitized products which have experienced reduced levels of investor confidence as a result of the crisis. In order to address misaligned incentives, work is being done to explore how market participants might be required to retain “skin in the game” with respect to securitization.

Let me end by saying that a core goal of regulators globally is to ensure that there is overall market integrity and confidence in the broader financial system. We are all dedicated to the same essential goals: to promote strong and robust capital markets; protect consumers /investors; and keep our national markets competitive internationally. How do we do that? That is indeed the challenge. However, I would say that the financial crisis was a wake up call for regulators as well.

We are focusing more on understanding behavioral incentives, in terms of investment firms, market participants and investors. We are investing in necessary resources –technology and human– in order to effectively supervise complex electronic markets. We are focusing on behavioral economics, as opposed to simply using disclosure as a default regulatory tool. There is more of a willingness to challenge new innovations to try and ensure their impact is better understood and might contribute to a fair, efficient and competitive financial system for the benefit of all stakeholders.

Échanges

Jean-Charles de la Roncière, lauréat du concours «Inventez 2020»

Il y a déjà eu Bâle I et Bâle II pour essayer de réguler la finance. Or, on a constaté qu'elles n'avaient pas vraiment été efficaces, même si c'était avant la crise.

Comment bien mesurer la réforme Bâle III pour éviter d'étouffer le système financier ?

Christian Noyer

Il est vrai que Bâle I, Bâle II et Bâle III relèvent d'une même philosophie, qui consiste à se mettre d'accord au niveau international afin qu'il n'y ait pas de fuites d'arbitrage réglementaires dérogeant à l'impératif, pour toutes les institutions, d'avoir un certain niveau de capital au minimum comparé avec l'ensemble de leurs risques pondérés. Ensuite, le détail est de déterminer comment on prend des risques et quel niveau de capital on demande.

Bâle I était assez frustré : on avait une règle générale. On a voulu sophistiquer avec Bâle II, en orientant notamment les grandes banques vers des modèles de calcul des risques, en principe contrôlés par les superviseurs. À vrai dire, certains superviseurs se sont considérablement investis, tandis que d'autres ne l'ont pas complètement fait, ou très imparfaitement fait.

Que fait-on avec Bâle III ? On augmente fortement le niveau de fonds propres requis par rapport à Bâle II. On augmente la pondération, en particulier celle des risques de marché qui ont prouvé qu'ils étaient mal calibrés. On ajoute des règles de liquidité et de transformation à ce qui n'était que des règles de solvabilité. On ajoute une règle de levier, très frustré mais qui est une espèce de *backstop*, pour s'assurer qu'un calcul faussé des risques ne conduit pas à des effets de levier complètement fous. On regarde aussi la qualité des fonds propres.

5. La fin de la dictature de la finance

Il y avait dans Bâle I et Bâle II beaucoup trop d'utilisation d'instruments de fonds propres de mauvaise qualité, d'instruments hybrides divers et variés – l'imagination était très grande. Bâle III relève de la même philosophie, mais avec beaucoup plus d'exigences : on essaye de calibrer à un niveau qui soit suffisamment exigeant sans l'être trop, pour ne pas tuer la distribution du crédit. D'autres volets complètent cet effort, par exemple la règle sur les dérivés OTC, qui revient à dire que nous voulons que les dérivés aillent le plus possible vers les chambres de compensation et que dans tous les cas de figure, ils soient enregistrés de façon à ce que les régulateurs aient une vision globale des risques et qu'on voit comment on peut arriver à faire un netting réel et pas un empilement de risques.

Ce genre de réforme est considérable. Il ne faut pas oublier que Lehman Brothers est mort en grande partie de l'empilement de dérivés. Surtout, il y a eu une contagion extraordinaire à partir du défaut de Lehman car tout le monde avait traité des dérivés avec Lehman, dans le monde entier. Nous devons donc nous assurer que ce n'est plus opaque, qu'on sait exactement qui fait quoi. Les règles de résolution sont également nécessaires : elles permettent de s'assurer que s'il y a un accident, on sait comment faire pour déconstruire une banque.

Question du public

J'ai entendu dire que le marché financier doit refléter l'économie réelle. Le modèle de la finance islamique peut-il être un outil pour bien servir l'économie réelle ?

Éric Le Boulch

Je ne suis pas spécialiste de la finance islamique, mais je m'y suis intéressé il y a quelques années. Il me semble qu'elle correspond à la volonté de s'émanciper de normes imposées dans d'autres environnements de culture. C'est ce qu'on peut appeler l'esprit des lois.

Cela dit, je ne pense pas que la finance islamique constitue un corpus unique. Il y a autant de normes de finance islamique qu'il y a de chaires. En Indonésie, à Dubaï, dans d'autres endroits, les pratiques interdites ou les formes des contrats ne sont pas jugées identiques et légitimes. Je pense donc que la finance islamique reste un secteur en croissance, pas très discipliné.

Question du public

La réglementation incite les banquiers et les assureurs à investir leurs fonds propres davantage en dettes souveraines qu'en prêts auprès des sociétés ou des PME. Cela met-il la finance au service de l'économie ?

Philippe Wabl

Aujourd'hui, les obligations souveraines, sauf dans le cas de la Grèce, ont montré qu'elles avaient, par soutien de l'ensemble du système, un risque

réel avéré qui est plutôt moindre que le risque du reste de l'économie. Je crois donc qu'il faut surtout éviter, comme dans Solvency II, des règles qui défavorisent l'investissement en actions, par exemple. Il ne s'agit pas de pénaliser le financement des obligations souveraines, nécessaire pour financer le développement des pays et la dette publique ; mais il ne faut pas non plus pénaliser l'investissement en actions, comme le fait Solvency II. Vous avez raison en ce qui concerne Solvency II.

Question du public

On aurait aimé que les banques prêtent un peu plus facilement pendant la crise. Pour moi, le mot «régulation» n'est qu'une bonne raison pour ne pas prêter de l'argent.

Michel Cicurel

Ce n'est pas tout à fait vrai. Je citerai un fait dont je suis témoin en tant qu'administrateur de la Société Générale. À la Société Générale, qui est peut-être un cas singulier mais pas complètement, le *return on equity* de la banque d'investissements a été divisé par trois entre 2006 et 2013. Ce n'est pas seulement la régulation qui est fauteur de troubles, bien qu'elle ait un certain effet.

Aujourd'hui, la banque d'investissement rapporte moins que la banque privée, qui ne comporte aucun risque, ou si peu. Il y a là un vrai sujet. J'imagine – je parle sous le contrôle notamment de Christian Noyer et de Philippe Wahl, qui dirigent chacun une grande banque – que progressivement, on va s'orienter vers un système plus américain, où les banques seront intermédiaires de crédits qui seront faits par les marchés.

Je dirai au passage que les obligations corporate se sont plutôt mieux comportées que les obligations souveraines. Donc un jour ou l'autre, on inventera des obligations collectives qui viendront financer les PME. Bref, je suis certain qu'il y a des innovations à faire. On en a besoin.

Question du public

Il est arrivé par le passé que les États ne pouvant plus rembourser, on préférât liquider leurs créanciers. Compte tenu de l'importance de la dette souveraine, une annulation complète de la dette est-elle envisageable ?

Christian Noyer

Quand on dit «annuler la dette», on pense que ce sont les banquiers qui en héritent et que personne d'autre n'en souffrira. Mais il faut bien voir qui sont les victimes quand on annule la dette. Ce sont les gens qui possèdent des contrats d'assurance-vie ; éventuellement les clients des banquiers, s'ils font faillite et si personne ne peut les renflouer ; évidemment, les États peuvent ensuite renflouer ces clients, mais cela n'est possible qu'en créant de la fausse monnaie, sinon tout le monde est en faillite en cascade. Ce sont les gens qui

5. La fin de la dictature de la finance

possèdent des SICAV, qui ont des obligations qui ne valent plus rien. Organiser la faillite généralisée a donc quand même des effets de bord.

Si la faillite n'est pas généralisée, pourquoi rembourserais-je ? Il y en a d'autres qui ne remboursent pas, je vivrais beaucoup mieux sans. À supposer que ceux qui n'ont pas été remboursés survivent, ils ne sont pas prêts de reprêter ; ou ils reprêteront à des taux extraordinairement supérieurs. On voit bien, quand un État comme la Grèce décide de ne pas rembourser, que la suspicion se lève sur un certain nombre d'autres États qui voient immédiatement leurs coûts se renchérir considérablement.

Dans le passé, effectivement, on tranchait la tête ou on brûlait les financiers qui avaient prêté. Cela fonctionne si ce sont vraiment les financiers qui ont prêté, si c'est leur fortune. Après tout, on peut se passer de ces individus. Évidemment, ils ne sont plus là ensuite pour vous prêter le coup d'après et il faut trouver d'autres gens prêts à les relayer. Mais je pense que cette idée simple est quand même extraordinairement dangereuse.

Jean-Paul Pollin

Cette session a été très riche. À la question de savoir s'il y avait une dictature de la finance, le jury a répondu : « Non », je crois au moins à la grande majorité. En revanche, il a été dit qu'il fallait remettre la finance au service de l'économie. Et Philippe Wahl a rajouté l'histoire du serviteur et du maître, de sorte que les choses ne sont peut-être pas aussi simples.

Elles ne sont pas aussi simples parce qu'au fond, tous les intervenants ont insisté sur l'existence de dysfonctionnements dans le fonctionnement du système financier. Qu'il s'agisse d'ailleurs des institutions financières ou des marchés.

Parmi les problèmes nécessitant régulation, je retiendrai volontiers l'histoire de la comptabilité en valeurs de marché qui me paraît en effet une question extrêmement importante. Et je n'ai jamais compris d'ailleurs comment le lobby bancaire, si vous me permettez le terme, qui est si puissant par ailleurs, a été incapable de s'opposer plus efficacement à cette question qui me paraît beaucoup plus fondamentale que la question des fonds propres ou même de la liquidité.

Il faudra donc une régulation. Cette régulation est à géométrie variable et fonction des idées, aspirations et tendances de chacun. J'aimerais bien au fond reprendre là aussi ce qu'a dit Philippe Wahl. Cette régulation doit être permanente parce que les dysfonctionnements de la finance sont nombreux et que la finance est plastique. Elle sait en effet se modifier dans le temps. Elle sait faire de l'arbitrage réglementaire. Pour cette raison, la régulation doit en effet s'adapter, ce qui est sans doute le défi le plus important qu'elle ait à relever.