

Crise financière, efficacité limitée des régulateurs : quelle confiance accorder à la finance mondiale ?

Conférence n°1

Ont participé à la conférence :

Agnès BELAISCH, Economiste Principal, Conseiller du Directeur, FMI

Marc FIORENTINO, Président Directeur Général d'Euroland Finance

Bertrand JACQUILLAT, Professeur des Universités à Sciences Po Paris, Vice-Président du Cercle des Economistes, Président d'Associés en Finance

Jean PEYRELEVADE, Economiste, ancien Président du Crédit Lyonnais

La conférence a été animée par Christophe TRICAUD, Rédacteur en Chef adjoint du Service Marchés et Finances de La Tribune.

I. Introduction

Christophe TRICAUD

Au nom de François Yamniak, Président de Patrimonia, je vous souhaite la bienvenue à la quinzième édition de ce grand rendez-vous annuel. Je suis heureux d'ouvrir vos travaux avec cette conférence à forte tonalité économique, consacrée à la question suivante : « *Crise financière, efficacité limitée des régulateurs : quelle confiance accorder à la finance mondiale ?* »

Depuis plus d'un an, Mesdames et Messieurs les conseillers en gestion de patrimoine, vous exercez votre métier dans un contexte difficile. Vous avez d'abord subi les conséquences des fermetures des fonds monétaires, à l'été 2007. Vous avez ensuite affronté l'effondrement des cours boursiers. Vous voilà confrontés, maintenant, au risque de contrepartie des banques qui font défaut. La crise financière ne se double pas encore d'une crise économique mesurable à ses cohortes de chômeurs et de sans-abris. Mais ses conséquences, d'une certaine manière, sont plus graves : elle gangrène en effet l'ensemble du système.

Où en sommes-nous aujourd'hui ? Comment va évoluer la crise ? Quelle attitude adopter dans les jours et les mois qui viennent ? Pour alimenter notre réflexion, j'ai autour de moi quatre ténors de l'économie et de la finance qui brillent tous par leur indépendance d'esprit. Il est de bon ton, lorsqu'une crise éclate, de réagir comme si personne ne l'avait vue venir. Or l'honnêteté commande de reconnaître à ces intervenants qu'ils nous avaient mis en garde.

J'ai le plaisir d'accueillir :

- Agnès Belaisch, du FMI et grande spécialiste des pays émergents et de la mondialisation, pour nous aider à mettre en perspective la situation actuelle ;
- Marc Fiorentino, Président Directeur Général d'Euroland Finance, structure dédiée aux *small caps*, que nombre d'entre vous connaissent à travers ses émissions quotidiennes sur BFM et sa « Chronique hebdomadaire du contrariant » dans la Tribune du vendredi ;
- le Professeur Bertrand Jacquillat, qui sonnait l'alarme dès le mois de juin 2007, et qui nous annonçait, en août dernier, que le CAC 40 allait plonger ;
- Jean Peyrelevade, un des banquiers les plus connus de la place. Aujourd'hui associé de la banque d'affaires Leonardo, ce dernier est aussi l'auteur d'ouvrages décapants. Sans doute la crise actuelle devrait lui permettre de faire entendre sa voix. Dans son opus *Le capitalisme total*, il dénonçait, il y a plus de trois ans, l'économie mondiale devenue « *une immense et homogène société anonyme dont tous les actionnaires sont motivés par leurs profits individuels, et dont aucun ne porte la responsabilité des effets pervers du système* ». Nous verrons aujourd'hui comment il envisage d'opérer ce « *plus de régulation* » auquel il appelait déjà en 2005.

II. Crise financière : qui sont les coupables ?

On ne combat bien que ce que l'on a compris. Aussi vais-je demander à nos intervenants de nous éclairer sur le contexte dans lequel la crise financière a éclaté. Professeur Bertrand Jacquillat, qui est responsable, qui est coupable ?

Bertrand JACQUILLAT

Tout le monde l'est un peu. Si l'on se tourne du côté américain, il convient de revenir aux années 2003 et 2004. B. Bernanke, qui était alors un des gouverneurs de la FED, pensait que les Etats-Unis entraient dans un cycle déflationniste. Nombre d'observateurs considèrent maintenant qu'Alan Greenspan, en maintenant les taux très bas durant très longtemps et en favorisant ainsi l'éclatement de la bulle immobilière, a commis une grave erreur de politique monétaire. « *L'homme qui parlait à l'oreille du marché* » a sans doute été à l'origine de la crise, laquelle a démarré au tout début de l'année 2007. Il existe, bien entendu, d'autres causes, que Jean Peyrelevade évoque dans ses ouvrages. Citons les systèmes de rémunération dans la finance.

La rémunération des traders peut en quelque sorte se résumer à « *Pile je gagne, face je ne perds pas* ». Les bonus sont considérables - les malus n'existent pas - et sont fondés sur les performances annuelles. Joseph Stiglitz a repris, il y a quelques semaines, la proposition faite au début des années 90 par Myron Scholes quand ce dernier conseillait Salomon Brothers. Il s'agissait de geler les bonus durant cinq ans, en les ponctionnant en cas de malus. Le jour où ce système d'intéressement différé a été annoncé, l'action en Bourse a gagné plus de 8 % ! C'est dire combien les marchés y ont été sensibles, et l'on peut considérer que les excès commis sont peut-être, aussi, liés à des mécanismes incitatifs favorisant la prise de risque.

Christophe TRICAUD

Au-delà du comportement des traders de Wall Street, ne sommes-nous pas devant une société qui serait en quelque sorte comparable à un vaste buffet gratuit où chacun veut plus que sa part, à l'instar de ces ménages américains achetant une maison sans en avoir les moyens ? Marc Fiorentino, la dimension collective de cette hystérie n'est-elle pas un des traits marquants de la crise actuelle ?

Marc FIORENTINO

Je suis très choqué par la chasse aux sorcières à laquelle on assiste aujourd'hui. En tenant pour responsables de la crise quelques traders et banques centrales et, par conséquent, en considérant que la solution consiste à renforcer la réglementation, nous passerons à côté du débat. Il convient de rappeler qu'il y a deux ans, tous les acteurs s'extasiaient sur l'extraordinaire croissance mondiale des Etats-Unis ou de la Chine. Tous savaient, et j'insiste sur le *tous*, que la croissance était factice et provenait, comme l'indiquait le professeur Jacquillat, d'un excès de liquidités détournées à des fins spéculatives. Tous les acteurs ont tacitement laissé faire, y compris les gouvernements, car qui dit croissance dit baisse du chômage. Nicolas Sarkozy déclare à l'ONU vouloir faire payer les responsables, mais lance les crédits hypothécaires rechargeables, qui sont aux Etats-Unis à l'origine de la crise des *subprimes* ! On entend réclamer plus de réglementation, alors que cette dernière existe mais n'est pas appliquée. L'AMF a la possibilité de contrôler les introductions en Bourse : pourquoi a-t-elle visé le dossier d'introduction de Natixis, dont l'action chutait encore de 10 ou 15 % ce matin, sans étudier son bilan ?

Nous sommes donc tous coupables, y compris moi-même et le public dans la salle, les gouvernements, les administrations. La loi du silence a régné, parce qu'elle arrangeait tout le monde.

Christophe TRICAUD

Les agences de notation, qui constituent un élément majeur dans la régulation, sont parmi les premiers coupables désignés. Jean Peyrelevalde, je crois que vous considérez qu'elles ont joué un rôle essentiel dans la propagation de la crise.

Jean PEYRELEVADE

Elles ne sont pas seules. Je partage l'avis de Bertrand Jacquillat sur le rôle joué par l'excès de liquidités dans le système. Mais selon moi, la cause fondamentale de la crise est ailleurs. Or la recherche de solutions passe par un diagnostic aussi précis que possible.

J'estime que notre conception de la régulation de la sphère financière repose sur un défaut fondamental majeur. L'origine de cette crise et de son développement tient à deux facteurs :

- **Un défaut de régulation primaire sur le marché immobilier américain**

Pour être systémique, une crise doit mettre en jeu des actifs très largement répandus dans la sphère financière compte tenu du besoin fondamental auquel ils répondent. De ce point de vue, l'immobilier constitue un terrain privilégié pour l'apparition de bulles, de crises ou de

phénomènes d'ajustement. Or la distribution de crédits immobiliers américains échappait à la régulation, en particulier à celle de la Fed.

- **Un défaut de régulation de l'activité de titrisation**

Cette première crise, dans l'immobilier, s'est répandue dans le monde entier notamment par le biais des techniques de titrisation, par carence de régulation de la sphère financière internationale.

Dans cette contagion, oui, certainement, les agences de notation ont joué un rôle car elles participent à ce défaut de régulation. Elles ont en effet cette particularité étonnante, que l'on avait déjà remarquée lors de la crise asiatique, de pouvoir attribuer un triple A à un actif jusqu'à la veille de sa défaillance, et de provoquer celle-ci en transformant le triple A en un triple C dans un « éclair de raison ».

Christophe TRICAUD

Agnès Belaisch, vous qui avez effectué une large partie de votre carrière à l'étranger dans des pays comme l'Inde et le Brésil, peut-on dire que le contexte de la mondialisation a contribué à cette crise financière ?

Agnès BELAISCH

Il est effectivement intéressant de replacer cette crise dans une perspective mondiale. Nous sommes à un carrefour difficile avec la confluence de différentes crises simultanées : la crise financière, le choc sur le prix des matières premières agricoles et du pétrole, et l'impact de la crise financière sur l'économie réelle, c'est-à-dire sur la croissance, la consommation, les investissements ou l'épargne.

La mondialisation a certainement joué un rôle dans cette période de croissance soutenue, dont le taux moyen d'élève à 5 % sur les dix dernières années. La croissance s'est avérée très forte pour les pays en voie de développement, et soutenue dans les pays avancés. Nous avons également assisté à l'émergence des pays d'Asie centrale et d'Europe de l'Est.

Le FMI a été créé afin de promouvoir le commerce international en tant que moteur de la croissance mondiale. Son rôle consiste à surveiller la stabilité financière en s'assurant que les taux de change répondent à des pressions d'offre et de demande, que les prix s'ajustent et qu'il n'y a pas de barrières artificielles au commerce.

Les barrières à l'échange ont remarquablement diminué au cours de ces dix dernières années. Ce phénomène contribue largement à expliquer la croissance de l'économie mondiale. Le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine mais aussi le Mexique, l'Afrique du Sud et d'autres, ont vu leur participation aux échanges internationaux augmenter de manière significative et se sont enrichis grâce à la compétitivité de leurs prix.

Or les taux de change doivent refléter les gains de productivité, l'acquisition de technologies nouvelles, et l'augmentation de la valeur ajoutée dans la production du pays. Même s'il est très difficile, actuellement, d'établir précisément la valeur d'équilibre réelle d'une monnaie, la question de l'ajustement des taux de change participe au contexte de la crise financière.

La croissance des pays émergents a en outre contribué à l'abondance de liquidités, du fait de l'absence d'une monnaie de réserve mondiale autre que le dollar. Les réserves accumulées par les exportations des pays émergents, favorisées par leur taux de change et des coûts de travail plus bas, ont été réinvesties dans les actifs américains.

La crise financière est en partie liée à la bulle immobilière qu'ont connue les Etats-Unis, mais pas seulement. Soulignons que divers pays européens comme le Royaume Uni, l'Espagne, l'Irlande, et (du fait de leur urbanisation) des pays émergents comme la Chine, le Brésil ou Hong Kong sont à leur tour confrontés à des crises immobilières.

Cette croissance mondiale accélérée s'est accompagnée d'une phase de stabilité économique, durant laquelle on a assisté à une baisse de la volatilité financière et à de faibles variations des taux de croissance. On a confondu cette phase de stabilité avec une baisse généralisée du risque, ce qui a certainement incité les acteurs de la sphère financière à prendre plus de risques dans la recherche de rendements plus élevés.

III. Les réponses face à la crise financière

Christophe TRICAUD

Ces éléments de diagnostic nous ont montré combien les origines de la crise ne sont pas imputables à un seul acteur, mais sont au contraire polymorphes. A l'évidence, la crise s'installe. Pourtant, les autorités n'ont pas ménagé leurs efforts. Injections massives et coordonnées de liquidités par les banques centrales, nationalisation de Fannie Mae et Freddy Mac, rachat de Bear Stearns par JP Morgan Chase, restrictions des ventes à découvert, etc... Les efforts des autorités seront-ils suffisants pour endiguer la crise ?

Jean PEYRELEVADE

Personne, aujourd'hui, ne peut répondre à votre question, parce que personne n'est en mesure d'apprécier exactement la valeur des pertes dans la sphère financière américaine. Elles se répartissent entre des pertes réelles sur des actifs objectivement surévalués au moment de leur entrée dans les bilans, des pertes induites par les normes comptables utilisées, et des pertes liées à l'absence totale de liquidités du système.

Etant de nature optimiste, je suis relativement convaincu que le plan Paulson de 700 milliards de dollars suffira à enrayer la chute des dominos actuelle, ou sera complété par le nouveau Président des Etats-Unis. La volonté américaine est de ce point de vue rassurante. Néanmoins, le plan Paulson se résume à une intervention des pompiers devant un incendie : elle se borne à faire face aux dégâts.

Cette confiance m'est venue après le sauvetage d'AIG, qui aux côtés de ses activités d'assurance traditionnelles, s'était doté d'un *hedge fund* énorme. Car si le premier assureur mondial était tombé, la contagion aurait été très difficile à enrayer.

Néanmoins, même dans cette hypothèse optimiste, les conséquences pour l'économie réelle seront lourdes et ce, durablement. La confiance a disparu de la sphère financière, et a entraîné avec elle une raréfaction des liquidités. Or ce qui est rare est cher : le crédit devrait donc, pour les deux années à venir, s'avérer nettement plus cher, de 100 ou 150 points de base au minimum, tous

emprunteurs confondus. Cela pèsera nécessairement sur l'activité économique, d'autant plus que les banques auront pour objectif de reconstituer leurs liquidités : tous les acteurs, égoïstement, voudront être *cash* ! Ce renchérissement du crédit viendra renforcer les effets de l'augmentation du prix du pétrole et des matières premières, ainsi que les crises immobilières qui, comme l'a dit Agnès Belaisch, s'annoncent dans divers pays, y compris la France. Je suis moins inquiet pour les pays en développement, même si leur croissance économique se ralentit. Mais la conjoncture économique des pays développés connaîtra deux ans d'une croissance voisine de zéro.

Christophe TRICAUD

Bertrand Jacquillat, vous nous disiez être très critique sur le plan Paulson ?

Bertrand JACQUILLAT

Jean Peyrelevade a raison en disant qu'il vaut mieux être optimiste. Cependant, je voudrais pour commencer évoquer l'économiste Nouriel Roubini : si quelqu'un a effectivement prévu la situation actuelle, c'est bien lui ! Son scénario, écrit il y un an et demi, comporte douze points dont la moitié, aujourd'hui, se sont réalisés.

Le plan Paulson sera t-il suffisant ? Je partage le point de vue de Jean Peyrelevade quant aux difficultés à mesurer l'ampleur de la crise. Ces pertes sont par ailleurs éminemment dynamiques, et peuvent en permanence se réduire ou s'amplifier par effet domino. L'intervention des autorités est, à cet égard, indispensable. Mais Roubini évoque l'existence des *shadow banks*, toutes ces institutions financières « fantômes » qui ne sont pas régulées : celles dont les prêts immobiliers n'étaient pas régulés par la Fed, les *money markets funds*, les *hedge funds*, le *private equity*... Ce secteur financier « fantôme », qui n'a pas encore fait parler de lui, risque de se révéler la prochaine bombe à retardement.

Christophe TRICAUD

Marc Fiorentino, vous qui vivez au quotidien sur les marchés, qu'en pensez-vous ?

Marc FIORENTINO

Le plan Paulson n'est qu'une des diverses solutions mises en place aujourd'hui. Parmi celles-ci, on peut distinguer :

- les nationalisations déjà évoquées ;
- les solutions « de place », tel le rachat de Bear Stearns ou l'abandon de Lehman Brothers ;
- les interventions des banques centrales qui, à l'instar de la Fed, suivent la crise et agissent au quotidien ;
- Celles de l'administration américaine, malgré ce qu'on a pu dire ou penser de celle-ci et de la Fed dans le passé.

Il y a déjà eu, dans les années 90, un plan de cet ordre : le *Resolution Trust Corp*, qui a injecté 400 milliards de dollars pour sauver les caisses d'épargne des *junk bonds*. Il s'est soldé par seulement 20 ou 25 milliards de dollars de pertes pour le contribuable après la liquidation. Il nous faut attendre quelques années pour savoir combien aura réellement coûté le plan Paulson.

Jean PEYRELEVADE

Il ne faudrait cependant pas se voiler la face. Il est impératif, en particulier aux Etats-Unis, de procéder au désendettement. En 1980, le ratio de la dette américaine ramenée à son produit intérieur brut s'élevait à 163 %. En 2007, il a atteint 346 % ! La hausse incombe aux ménages, dont le ratio est passé de 50 à 100 % mais surtout aux institutions financières, pour lesquelles il est passé de 21 à 116 %. On aura donc beau injecter des liquidités, le désendettement est une priorité, et chacun sait combien il est douloureux de devoir moins dépenser.

Marc FIORENTINO

Nous n'aurons de toutes manières pas le choix, puisqu'il n'y a plus de crédit aux Etats-Unis.

IV. Quelles conséquences pour l'économie réelle ?

Christophe TRICAUD

Après ce tour de table sur les causes puis les solutions à la crise financière, abordons maintenant ses conséquences. Serons-nous confrontés à une véritable crise du crédit et à l'assèchement des liquidités ? Pour combien de temps ? Dans le domaine financier, cette crise sonne-t-elle la fin de l'intermédiation, de l'ingénierie financière et de la titrisation ?

Marc FIORENTINO

Je voudrais d'abord revenir sur la crise de 1929 afin de mettre en perspective les appels actuels à la réglementation. Depuis cette semaine, il n'y a plus de banques d'affaires aux Etats-Unis : Lehman Brothers a disparu, Merrill Lynch et *Bear Stearns* ont été rachetées, et Goldman Sachs et Morgan Stanley viennent de modifier leurs statuts en vue d'accéder aux liquidités de la Fed. Or les banques d'affaires sont nées de la crise de 1929 : on disait alors qu'il fallait les séparer des banques commerciales, soit le contraire de ce que l'on observe aujourd'hui ! Le marché des *junk bonds*, à l'origine de la crise de 1990, n'a guère mis plus de quatre ans avant de se relancer : le monde de la finance se reconstruit en permanence. L'inventivité des financiers est sans limites pour créer de nouveaux instruments et contourner la réglementation. Le cycle est classique : cinq ans de croissance, deux ans d'exagération, deux ans de crise, trois ans de ralentissement, puis l'histoire se répète.

Jean PEYRELEVADE

Je suis en profond désaccord avec ces propos. L'histoire a montré que tout système financier non régulé fait faillite, et la liste en est trop longue pour être énumérée. Le désir d'enrichissement est un

des moteurs fondamentaux de l'humanité – et du développement des systèmes financiers : spontanément, les acteurs financiers prennent des risques trop élevés. Mais les régulations apparaissent toujours après la faillite ou la crise. Nous sommes en économie mondialisée. Avec l'intermédiation, nous avons inventé un système dont les banques ne sont plus les acteurs principaux, qu'il suffisait de réguler pour contrôler l'ensemble à travers leur distribution du crédit. La sphère financière comporte aujourd'hui, comme le constatait Bertrand Jacquillat, des zones d'ombre où les risques s'accumulent. La prochaine crise un peu plus forte peut emporter l'ensemble de la sphère financière mondiale. Pensez aussi à ces énormes ensembles financiers ayant pour nationalité celle d'un Etat de petite taille. Quelle est la capacité réelle de ce dernier, s'il doit un jour assumer son rôle de prêteur de dernier ressort ?

Il est donc vital de se doter non pas de *moins* mais de *plus* de régulation, et de mieux la concevoir.

Bertrand JACQUILLAT

A la différence d'affaires financières qui ont défrayé la chronique par le passé, comme le sauvetage en 1989 de LTCM par 13 banques rassemblées par la Fed, la crise actuelle se caractérise par la répartition, sur l'ensemble de la scène mondiale, de risques qui restent opaques et difficiles à identifier. C'est là toute la difficulté de la solution à trouver.

Christophe TRICAUD

Je reviens sur les conséquences de la crise financière sur l'économie réelle. Agnès Belaisch, la propagation est-elle avérée, ou verra-t-on, comme dans une crise classique, un redémarrage dans les 18 mois ?

Agnès BELAISCH

Une crise du système financier se transmet à l'économie réelle par le biais du crédit. Or nous assistons à un changement structurel du système financier, avec le développement des marchés des capitaux de la finance des intermédiés. On pensait jusqu'à présent que la flexibilité de la finance des intermédiés allait rendre le système plus stable, en permettant aux acteurs économiques, lors des phases de récession et de baisse des crédits bancaires, d'emprunter auprès des marchés. Or les recherches que nous menons actuellement, et qui seront publiées le 2 octobre dans les Perspectives économiques mondiales du FMI, montrent que le développement de la finance de marché n'a pas permis de stabiliser l'impact d'une crise bancaire sur l'économie réelle.

Dans une crise immobilière, les vecteurs de transmission de la crise à l'économie réelle sont au nombre de trois :

- **L'effet richesse**

La baisse des prix immobiliers a par exemple réduit la richesse des ménages américains de 10 %, et 10 millions d'entre eux ont un prêt d'une valeur supérieure au prix de leur maison. A cette baisse financière s'ajoute celle de la Bourse.

- **La chute de l'investissement résidentiel**

Le secteur immobilier contribue en effet de façon conséquente à la croissance, notamment en termes d'emplois.

- **L'impact de la crise immobilière sur le marché du crédit, la propriété ne pouvant plus garantir les prêts.**

Il faut donc prévoir que les deux crises actuelles auront un impact sur l'économie réelle à travers un *credit crunch*, bien qu'il ne soit pas encore perceptible dans les données. Le crédit poursuit pour l'instant sa croissance aux Etats-Unis et dans la zone Euro, ce qui explique que la Banque Centrale Européenne n'a pas encore relâché sa politique monétaire.

V. La régulation du système financier

Christophe TRICAUD

Nous abordons maintenant la question de la régulation des systèmes financiers. Sur quels acteurs, sur quels actifs, mais aussi à quel échelon géographique doit s'opérer la régulation, en particulier en Europe ? Le CESR (*Committee of European Securities Regulators*) est certes un comité de niveau 3, mais n'a aucun pouvoir normatif ni hiérarchique sur les pouvoirs nationaux, et les régulateurs nationaux sont en concurrence les uns les autres. Cette crise permettra-t-elle de mettre en place un régulateur européen ?

Bertrand JACQUILLAT

Je tiens à dire que nous ne sommes qu'au milieu du gué, et qu'il convient de ne pas réguler trop vite, avant d'avoir pris la mesure exacte de la situation. Il faut dès à présent faire intervenir les « pompiers » mais attendre un peu en matière de régulation.

Jean PEYRELEVADE

Il y a, malheureusement, peu de chances qu'on aille trop vite ! Je vous rejoins sur le fond : il nous faut une conception d'ensemble, faute de quoi nous assisterons à une régulation désordonnée et purement symbolique.

En matière de régulation, je suis cette fois-ci résolument pessimiste. Je pense avoir en tête ce qu'il conviendrait de mettre en place, mais je pense que nous n'avons pratiquement aucune chance d'y parvenir. Dès lors, préparons-nous, comme le dit Dominique Strauss-Kahn, non pour cette crise mais pour le scénario du pire qui frappera dans cinq, dix ou quinze ans.

Pour réguler, il faut un régulateur. Or nous n'en avons pas. Environ 80% des activités de la sphère financière sont le fait des Etats-Unis, de l'UE et, dans une moindre mesure, du Japon. La régulation nécessaire doit donc se construire dans un dialogue entre les régulateurs américains et européens. Aux Etats-Unis, la régulation bancaire est assurée par la FED (mais elle ne couvre pas intégralement l'activité de prêts), et la régulation des assurances, elle, s'opère Etat par Etat. Quant à l'Europe, elle compte 27 régulateurs bancaires, autant pour les assurances, et encore autant pour les

bourses de valeurs mobilières ! Mais chacun défend sa souveraineté nationale et, dans la loi en discussion actuellement au Parlement Européen, la notion de régulateur a été éliminée.

Supposons que l'on arrive à créer un régulateur européen en face du régulateur américain dans chacun des trois domaines d'activités bancaires, mobilières et d'assurance. Il faudra encore concevoir la régulation, ce qui nécessite des bureaux d'études et des fonctionnaires, des chercheurs. Or le « cerveau institutionnel » de la régulation n'existe pas aujourd'hui. Ce pourrait être une fonction du FMI que d'alimenter le couple de régulateurs en réflexion et en propositions, mais ce n'est pas dans son mandat. Tant que nous n'aurons pas résolu cette question de la conception de la régulation, je resterai pessimiste.

Agnès BELAISCH

Nous sommes face à un problème qui relève autant de la régulation que de l'application de cette dernière. Se pose aussi un problème d'objectif. Ainsi, en leur autorisant un effet de levier de 40 à 50%, soit dix points de la pratique habituelle des fonds de placement ; les autorités américaines ont transformé les agences hypothécaires Fanny Mae et Freddy Mac en banques de développement.

Sur la régulation elle-même, deux conceptions s'opposent. Vaut-il mieux se limiter à énoncer des principes ou édicter des règles strictes ? La première voie prévaut en Europe, ce qui facilite le processus d'harmonisation des cadres de régulation nationaux des différents pays de l'Union Européenne. La seconde, comme l'a souligné Marc Fiorentino, incite à une innovation financière toujours plus complexe pour contourner les règles.

Enfin, à quel niveau réguler ? Je confirme que le FMI n'a effectivement pas de mandat de régulation financière. Il est en outre éloigné des marchés. Il faudra réfléchir aux conditions dans lesquelles une autorité, basée à Bruxelles ou à Washington, sera capable d'assumer ce rôle.

Marc FIORENTINO

J'estime d'abord, contrairement à Jean Peyrelevade, qu'il existe un cerveau pour concevoir la régulation de demain : je propose sa candidature !

Je constate ensuite que l'on attend toujours que la crise éclate pour se réveiller : concernant les *subprimes*, les signaux d'alerte sont apparus il y a deux ans mais n'ont pas suffi à faire réagir le FMI.

La recherche de solutions s'effectue toujours plus haut : aujourd'hui l'on évoque le niveau planétaire, voire moral. Or au quotidien, je constate que la réglementation boursière et financière n'est simplement pas appliquée. Donnons quelques exemples. Les ventes à découvert ont accéléré la faillite d'AIG parce que la SEC (*Securities and Exchange Commission*) laissait opérer des ventes à nu au mépris des règles. Natixis est présentée au public sans que le dossier affiche les risques induits dans le bilan de la banque. Et la Commission Bancaire a opéré 18 inspections dans le département de Jérôme Kerviel sans rien relever ! Le problème ne réside pas dans l'absence de réglementation, mais dans sa non-application, et renforcer le travail de terrain me semble plus pertinent que la juxtaposition des organes de contrôles. Le temps d'un superviseur européen arrivera naturellement.

Jean PEYRELEVADE

Toute activité humaine est faillible, y compris la régulation. Mais est-ce un hasard si les banques commerciales relevant du régime de Bâle I ou II n'ont pas engendré le même danger que les banques d'investissement ou que les développeurs de crédits immobiliers américains ?

Marc FIORENTINO

Elles n'ont certes pas menacé le système, mais, comme Natexis, Dexia, ou UBS, ruiné leurs actionnaires !

VI. Conseillers en gestion de patrimoine : quelle attitude adopter ?

Christophe TRICAUD

Face aux interrogations que suscite la crise financière, les conseillers en gestion de patrimoine ne sont pas dans une situation très confortable. Nous appréhenderons donc maintenant les différentes manières d'agir. Professeur Jacquillat, vous avez popularisé en France la prime de risque. Que nous dit-elle aujourd'hui ?

Bertrand JACQUILLAT

Agnès Belaisch a souligné combien les opérateurs avaient perdu, depuis deux ans, la notion de risque. Jean-Claude Trichet remarquait déjà, il y a 18 mois, que l'écart de rendement entre les obligations des émetteurs souverains et les émissions notées moyennement par les agences avait pratiquement disparu. Au sein d'Associés en Finance, nous avons observé un phénomène identique entre l'écart de return escompté sur des actions et celui du *bund* à dix ans. Ce différentiel, avec d'autres indicateurs, nous a permis de pronostiquer quasiment tous les retournements de marché depuis 1981. Lorsque l'aversion pour le risque disparaît, on ignore d'où naîtra la crise, mais l'on peut prédire que le moindre choc économique, géopolitique ou financier aura des conséquences. Et effectivement, en juin 2007, la prime de risque avait atteint un niveau extrêmement bas.

Christophe TRICAUD

Est-ce qu'elle s'est, aujourd'hui, reconstituée ?

Bertrand JACQUILLAT

Oui. Les cours ayant baissé de 35 %, elle est maintenant relativement confortable. Il convient de noter toutefois que ces phénomènes de « retour à la moyenne » ne s'arrêtent jamais à la moyenne ! Ainsi, au moment de la seconde guerre d'Irak et de l'éclatement de la bulle, l'écart de rentabilité entre actions et obligations s'élevait à 9 %. Aujourd'hui il se monte à 6%, quand la moyenne historique se situe aux alentours de 5 %. Mais l'on peut s'en éloigner davantage, et c'est l'hypothèse que nous faisons.

Christophe TRICAUD

Marc Fiorentino, y a t-il encore quelque chose à faire sur les marchés ?

Marc FIORENTINO

Paradoxalement, la crise actuelle constitue un contexte favorable pour les professionnels présents dans cette salle : l'investisseur non initié ne peut plus aller seul sur le marché. Le rôle du conseiller en gestion de patrimoine est éminemment plus important qu'il y a deux ans, lorsque l'on obtenait des rendements élevés très facilement sans avoir d'expérience. Dans tous les *bear markets*, qui durent en général trois ans, il existe quelques rallyes à 15 ou 20 %, mais ils sont à la portée des seuls professionnels.

Jean PEYRELEVADE

Je n'ai pas grand-chose à ajouter aux propos tenus par mes deux collègues. Je pense effectivement que la prime de risque dépasse sa valeur moyenne historique ou, dit autrement, que la Bourse est historiquement basse eu égard aux prévisions de résultat des entreprises. Nous assisterons donc à un retournement, et j'imagine que les conseillers en gestion de patrimoine ne voudront pas le rater ! Comme toujours, il se produira d'abord en Bourse, avec une certaine anticipation sur l'économie réelle. Nous n'avons, cependant, encore aucun signe de retournement. La Bourse va donc probablement rester morose et je n'exclus pas, moi non plus, que la prime de risque augmente encore un peu. Je suis, bien entendu, incapable de prévoir à quelle date se produira le retournement. Je peux simplement pronostiquer que l'année 2009 sera « économiquement triste ».

Christophe TRICAUD

Agnès Belaisch, qu'en est-il pour les pays émergents ?

Agnès BELAISCH

Avec le doublement en quatre ans du prix des denrées alimentaires - qui représentent entre 30 et 40 % de leur panier-, les pays émergents sont, eux, confrontés au problème de l'inflation et aux questions de la stabilisation budgétaire et des politiques de redistribution.

Comment évoluera le taux d'intérêt de la politique monétaire, jusqu'ici très accommodante ? Les taux d'intérêt sont négatifs en termes réels dans toute l'Amérique latine excepté des pays comme par exemple le Brésil, et dans une grande partie de l'Asie. Leur croissance se poursuit à des taux exceptionnels : entre 7 % et 8 % pour la plupart d'entre eux, y compris pour les pays d'Afrique.

Seules deux catégories de pays émergents souffrent de la crise financière actuelle. C'est le cas, d'abord, de ceux qui dépendent des pays étrangers pour financer leur compte courant. Viennent ensuite les pays exportateurs, dont la croissance va progressivement s'ajuster à la baisse de la demande des pays avancés, ou dont les recettes ont fondu lorsque le prix du pétrole a brutalement chuté de 45 % ces deux derniers mois.

VII. Questions-réponses

Christophe TRICAUD

Le cours du pétrole est néanmoins en hausse à nouveau. Je remercie tous nos intervenants, et donne la parole au public.

De la Salle

Les agences de notation étant financées, dans la majorité des cas, par les organismes qu'elles doivent noter, *quid* de leur crédibilité ? N'y a-t-il pas conflit d'intérêt ?

Jean PEYRELEVADE

Bien qu'il soit choquant, ce n'est pas là leur défaut le plus grave. Le problème majeur réside dans le fait qu'elles déterminent, malheureusement mal, la qualité du risque de l'ensemble du système sans que quiconque connaisse la validité de leur modèle – à supposer que celui-ci existe. A titre de comparaison, les banques commerciales régulées sous le régime Bâle II disposent d'un modèle interne d'évaluation de risque, qui est validé (et souvent renforcé) par le régulateur bancaire. J'ai observé les agences de notation dans des périodes difficiles : les notes tombaient *après* l'effondrement des cours, jamais avant, et remontaient longtemps après le retour à la profitabilité. J'estime qu'il conviendrait de soumettre leurs modèles d'évaluation à l'agrément d'un régulateur. Encore faut-il que ce dernier existe.

De la Salle

J'ai le sentiment qu'en l'absence de liquidité, le marché connaît une « chasse aux papiers », à travers l'achat-vente des actions commanditées dont les options achat-vente n'existent pas. Voyez l'exemple d'EADS, dont les actions ont connu des variations de 30 % ces deux dernières semaines : ces mouvements sont le fait des *hedge funds*, au détriment des petits porteurs. Par ailleurs, il me semble déplorable que les fondés de pouvoir, à l'instar du commissaire aux comptes de la Société Générale, n'assument pas leurs responsabilités.

Marc FIORENTINO

Je partage votre opinion. Cela rejoint mes propos sur les *hedge funds*, sur les ventes à découvert, sur les contrôles effectués par les commissions ou les autorités de tutelle : le système est défaillant.

Jean PEYRELEVADE

Je précise qu'à ma connaissance les *hedge funds*, qui représentent 3 000 milliards de dollars et de 20 à 25 % des transactions boursières, ne sont soumis à aucune régulation d'aucune sorte.

De la Salle

Quid de la crédibilité des instances internationales et des Etats, quand on accepte que tous les banquiers possèdent des succursales dans les pays dits pudiquement *off-shore* ? Ne pensez-vous pas qu'il faut commencer par mettre un peu d'éthique dans les échanges financiers internationaux ?

Jean PEYRELEVADE

Ne soyons pas hypocrites. Par la législation internationale, les paradis fiscaux ont été moralisés du point de vue du blanchiment d'argent. Cependant, on ne peut pas reprocher aux banquiers d'utiliser en toute légalité des places *off-shore* que l'absence d'une harmonisation fiscale rend intéressantes. Vous ne pouvez pas demander aux banquiers de se substituer aux Etats.

De la Salle

Est ce le moment de réinvestir sur les actions ? Les obligations, y compris d'Etat, constituent-elles actuellement une valeur supérieure, notamment si les taux augmentent ? Quant aux monétaires classiques, que pouvons-nous dire à nos clients ?

Bertrand JACQUILLAT

La prime de risque représente le différentiel de rentabilité entre le marché des actions et celui des obligations d'Etat. Lorsqu'elle est très faible, le système financier ne dispose pas d'amortisseur si un choc survient. La situation actuelle est inverse : le risque est très bien rémunéré. Le niveau des actions du CAC 40, qui se situe autour de 4 000 points, augure d'une croissance des bénéfices des sociétés européennes d'environ 1 % par an durant les cinq prochaines années et, au-delà, d'une réduction des marges. A titre de comparaison, au cours du dernier cycle 2000-2007, la croissance des bénéfices atteignait 11% par an ! Nous n'avons pas abordé le contexte géopolitique, qui préfigure cependant de profonds changements dans le monde, avec l'émergence de nouveaux centres de décision qui seront dans cinq ans d'une grande puissance.

La prime de risque, donc, est élevée. Cela ne signifie pas pour autant qu'il faille s'engager dès aujourd'hui sur le marché des actions, parce que je pense que le flux d'informations restera encore longtemps négatif et que l'on n'a pas atteint le climax de baisse des marchés. Je recommande de conserver dans son portefeuille de l'or, qui constitue une police d'assurance appréciée des clients, et de rester le plus liquide possible.

De la salle

Pensez-vous, vraiment, qu'un régulateur peut contrôler efficacement le rouleau compresseur qu'est le marché ?

Jean PEYRELEVADE

Oui !

Christophe TRICAUD

Je conclurai pour ma part avec cette citation de Jean Monnet, pour qui « *les hommes n'acceptent le changement que dans la nécessité, et ne voient la nécessité que dans la crise* ». Peut-être avons-nous, donc, des chances d'espérer !

J'espère que ce point d'étape aura répondu à vos attentes et qu'il vous sera utile face aux interrogations de vos clients. Je vous remercie.