

# Réguler la finance au XXI<sup>e</sup> siècle

Par François VALÉRIAN

Ingénieur général des Mines, Conseil général de l'Économie

La finance, objet global à évolution rapide, est difficile à réguler. Pourtant sa régulation est nécessaire, car elle irrigue l'économie tout entière. La crise de 2008 a rouvert d'importants chantiers de régulation et posé de nouveau, de manière aiguë, la difficulté qu'il y a à tenter de maîtriser un objet global depuis un espace politique fractionné.

**R**éguler la finance peut sembler impossible. La finance, en effet, et ce au moins depuis les tablettes cuites dans des incendies, qui attestent de prêts en Mésopotamie au XVII<sup>e</sup> siècle avant Jésus-Christ, est l'industrie de l'avenir. Elle l'est non pas au sens littéral d'industrie d'avenir, mais au sens d'une activité entièrement tournée vers l'avenir, car l'objet de toute finance est l'avenir, sur lequel on parie ou dont on se protège.

Or, l'avenir se prête difficilement à la régulation. Comme Victor Hugo le rappelait à Napoléon, il n'appartient à aucun prince et, selon ce que l'on croit, l'avenir n'est à personne ou il est à Dieu. La finance évolue toujours pour épouser l'avenir tel qu'il semble se dessiner, et y trouver un gain ou une protection. Pour cela, et même si ses principes sont les mêmes depuis les débuts de la civilisation assyrienne, elle change de forme. Les régulateurs constatent souvent qu'ils ont régulé une forme dépassée de finance, ou régulé pour prévenir la dernière crise et non pas la prochaine.

La finance bouge dans le temps, et elle bouge aussi dans l'espace, alors que la règle politique ou juridique est le plus souvent circonscrite par les limites d'un territoire. Il existe donc dans la régulation financière une tension spatiale entre l'objet à réguler et les instances régulatrices. S'interroger sur la régulation financière, c'est s'interroger sur cette tension entre, d'une part, l'espace de la finance et de ses flux, et, d'autre part, l'espace du politique et de ses règles.

Je me propose ici d'envisager dans son évolution temporelle, avant le XXI<sup>e</sup> siècle et depuis la crise de 2008, la tension entre l'espace de la finance et l'espace de la régulation.

## Avant le XXI<sup>e</sup> siècle, une finance peu réglée ?

Pour des raisons qui tiennent sans doute à sa nature, la finance n'a commencé à être un peu réglée qu'à partir du milieu du XX<sup>e</sup> siècle. On ne va pas, pour s'en convaincre, se risquer à une histoire universelle en quelques minutes. On va seulement évoquer quelques faits ou figures qui permettent de se rappeler ce qu'était la relation de la finance au pouvoir avant le tournant du XX<sup>e</sup> siècle, les ten-

tatives de contrôle étatique au XX<sup>e</sup> siècle et les débuts d'une régulation supra-étatique à la fin de ce même siècle.

## **Jusqu'au tournant du XX<sup>e</sup> siècle, le financier était le serviteur indocile des princes**

Le financier a toujours été un moyen ou un obstacle dans l'exercice du pouvoir princier, et le pouvoir est souvent intervenu dans le champ de la finance. Les relations entre princes et banquiers franchissent dès le Moyen Âge les frontières des royaumes. Les ordres croisés organisent des relations financières qui traversent les frontières des royaumes, et quand la Terre Sainte est perdue, les biens de l'ordre des Templiers sont saisis par le roi de France. Édouard III emprunte à des banques florentines les sommes nécessaires à la campagne qu'il entreprend en France et qui marque le début de ce que l'on a appelé la guerre de Cent Ans, puis son Parlement lui refuse les impôts qui lui auraient permis de ne pas faire défaut, ce qui entraîne la faillite des banques. Jacques Cœur, cent ans plus tard, est dépouillé et chassé du royaume. Charles Quint parvient mieux que François I<sup>er</sup> à mobiliser les fonds nécessaires à l'élection impériale. L'Espagne peine à défendre contre les contrebandiers son monopole de l'argent et de l'or d'Amérique. La première bourse d'actions est fondée à Amsterdam, au début du XVII<sup>e</sup> siècle, pour rendre liquides les actions souscrites dans la Compagnie des Indes orientales. Au siècle suivant s'engage un autre mouvement d'expansion européenne, vers l'Occident, et le régent de France espère transformer la dette du royaume en actions de la Compagnie du Mississippi par un système dont un financier écossais parvient à le convaincre.

La finance sert les princes, mais elle est de ces princes une servante indocile. C'est une chose qu'il faut mesurer, et qui a toujours compté dans l'histoire de la finance. Il est très dur et angoissant de travailler sur l'avenir, et l'on ne peut réussir dans ce travail si l'on est seulement animé par le souci de l'intérêt général ou le souci d'autrui. Le financier cherche aussi à s'enrichir, et cette recherche l'inscrit dans une tension avec le prince, puis l'État, l'un comme l'autre désireux de s'étendre et de tout accaparer.



Photo © BRIDGEMAN IMAGES

« La Bourse d'Amsterdam », Jhiob Berckheyde (1630-1693), Museum Boijmans Van Beuningen, Rotterdam.

« La première bourse d'actions est fondée à Amsterdam, au début du XVII<sup>e</sup> siècle, pour rendre liquides les actions souscrites dans la Compagnie des Indes orientales. »

Déjà internationalisée à la fin du XVIII<sup>e</sup> siècle avec, par exemple, 16 % de la dette publique anglaise entre des mains étrangères au début de la guerre d'indépendance américaine, la finance amplifie cette internationalisation au XIX<sup>e</sup> siècle avec l'expansion des marchés obligataires pour contribuer au financement des grands investissements d'équipement et d'industrie, comme les routes, les chemins de fer ou les mines. La famille Rothschild, puissante au XIX<sup>e</sup> siècle comme jamais institution financière ne l'a été, symbolise cette évolution. Fils du financier d'une cour allemande, les frères Rothschild forment entre l'Angleterre, la France, l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne un réseau bancaire international qui, loin d'être régulé par les États, tente parfois de les réguler. Des prêts sont mis en place, ou des émissions obligataires arrangées, pour le compte de la Couronne de France ou de la Couronne de Prusse, sous la condition écrite que les parlements nationaux s'engagent au remboursement, y affectent des revenus spécifiques ou plafonnent la dette publique.

### La finance du XX<sup>e</sup> siècle, une finance difficilement domptée par les États

Au tournant du XX<sup>e</sup> siècle, le rapport de force entre la finance et les États semble se modifier peu à peu. Les

foules ont désormais envahi les marchés obligataires et, avec elles, l'émergence de phénomènes paniques dont nous avons, à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, des descriptions littéraires frappantes, puis, au début du XX<sup>e</sup> siècle, les premières descriptions académiques. Quelques années après la crise boursière de 1907, les États-Unis se dotent avec la Réserve fédérale d'un outil d'intervention sur les marchés. Les États stipulent des plans comptables, commencent à réguler (un peu) la finance, coopèrent parfois à l'occasion de crises, comme le font banques de France et d'Angleterre au début du XX<sup>e</sup> siècle.

La fin du XIX<sup>e</sup> siècle et le début du XX<sup>e</sup> siècle voient aussi l'affirmation de grandes banques intimement associées à des nations particulières et à leur volonté de puissance économique ou politique : la banque Morgan aux États-Unis, vite plus importante que la banque Rothschild et qui finance la guerre anglaise contre les Boers ; la Deutsche Bank fondée en Prusse quelques mois avant la proclamation de l'Empire allemand ; le Crédit Lyonnais qui finance la vente par Schneider à l'Empire russe des rails qui amèneront les troupes mobilisées jusqu'aux frontières de l'Empire allemand.

Les années 1920 voient l'amplification d'une certaine coopération financière internationale, avec les prêts accordés par l'Angleterre ou la France, sous l'égide de la SDN, aux États issus du démembrement de l'Autriche-Hongrie. Le règlement des indemnités dues par l'Allemagne nécessite aussi une organisation internationale qui s'incarne en 1930 dans la Banque des règlements internationaux. La grande crise met à mal ces solidarités à peine esquissées, et les banques ou pays qui font défaut ne sont pas davantage secourus que l'Autriche, avec sa Creditanstalt en 1931.

La finance au service des États se dresse aussi parfois contre eux, comme la France et l'Angleterre, endettées par la guerre, en font l'expérience quand la livre ou le franc perdent de leur valeur en Bourse. Ces crises monétaires, décrites par les contemporains comme les résultats d'attaques spéculatives, déplacent vers le monde financier en général la vieille hostilité vis-à-vis du gros, du nanti, du prêteur abusif. Ce n'est plus Shylock sous la plume de Shakespeare ou le banquier sous le crayon de Dauterive, c'est le « mur d'argent » du Cartel des gauches, ce sont les « deux cents familles » du Front populaire, autant d'images fixées dans l'imaginaire ou la mémoire collective, et qui resurgissent à chaque crise.

La Seconde Guerre mondiale marque le début d'une longue soumission de la finance au pouvoir étatique, soumission qui dure, selon les pays, jusqu'aux années 1970 ou 1980. La victoire, sur une bonne partie de la planète, d'un système politique qui prétend planifier l'avenir ne laisse évidemment plus qu'une place presque clandestine à la finance en tant que telle. Quant à ce que l'on appelle l'Ouest, et qui inclut le Japon, il vit jusqu'au tournant des années 1970 sous la domination de la monnaie et des réserves d'or d'une Amérique hégémonique. Les grandes décisions monétaires et financières sont prises par les gouvernements dans tous les États occidentaux, États-Unis inclus, et, de ce point de vue, la nationalisation des banques grandes et moyennes par la France de 1981, vécue à l'époque comme une rupture considérable, se situe dans une certaine continuité par rapport à des décennies de politique bancaire décidée rue de Rivoli ou à l'Élysée. Les marchés boursiers, jusqu'à la crise des matières premières dans les années 1970, sont assez peu actifs et communiquent faiblement les uns avec les autres.

### Les débuts d'une régulation supra-étatique à la fin du XX<sup>e</sup> siècle

L'affaiblissement des États-Unis au sein du monde occidental et l'affaiblissement du monde occidental dans les échanges commerciaux avec les pays fortement producteurs de matières premières font entrer la finance au début des années 1970 dans une période de turbulences qui n'est pas achevée.

Le déplacement de richesses vers des pays non occidentaux rend les marchés de change bien plus actifs et les monnaies plus volatiles. Le G6, formé en 1975, qui devient le G7 l'année suivante avec le Canada et le G8 en 1997 avec la Russie, représente une tentative des chefs d'État de réguler ensemble les mouvements des monnaies et de coordonner certains aspects de leurs politiques.

Les États s'efforcent de réguler la finance, mais d'autres acteurs leur disputent la régulation financière. Les turbulences des années 1970 sur les marchés des changes font une victime, Bankhaus Herstatt qui fait défaut en 1974 sur une opération de change, mais cet accident de marché engendre une instance de régulation non étatique, le comité de Bâle, qui regroupe des superviseurs et des banques centrales de différents pays. Désormais tous les pays du G20 en sont membres, et ses recommandations, qui ne sont pas contraignantes en droit, le sont *de facto*, car elles sont transformées par les États en droit positif, et mises en œuvre par la plupart des banques significatives avant même leur transformation en règles étatiques. Il s'agit là d'une régulation par l'opinion du marché, car la seule publication d'une recommandation nouvelle engendre une attente des investisseurs et des opérateurs du marché, qui oblige les banques à agir.

La fin du XX<sup>e</sup> siècle nous offre donc une image contrastée de la régulation financière ou de la finance dans son rapport aux États. Des formes de régulation supra-étatiques, au travers de regroupements d'États ou en dehors des États, ont vu le jour. En même temps, la finance apparaît souvent dérégulée, secouée de crises régionales (Amérique latine, Asie, Russie...) ou sectorielles fréquentes (technologies...), et animée par des acteurs puissants, très dynamiques et peu contraints par les règles. La création de valeur financière devient le critère de jugement prévalant sur la performance d'entreprise, et c'est au nom de cette valeur que des financiers achètent et démantèlent RJR Nabisco à la fin des années 1980, ce qui leur vaut d'être surnommés « les barbares » par le *Wall Street Journal*. Au tournant du XXI<sup>e</sup> siècle, d'autres barbares sont emportés par la déconfiture de grandes entreprises qu'ils avaient portées au pinacle de la Bourse : Enron et WorldCom. On croit alors réguler pour éviter à jamais ce type de crise, c'est ce que dit le président Bush en signant la loi Sarbanes-Oxley. Six ans plus tard, en 2008, le monde connaît une crise financière partie d'Occident, la plus violente et la plus globale depuis la crise de 1929.

### Crise financière et régulation supra-étatique au début du XXI<sup>e</sup> siècle

Nous continuons de vivre les conséquences de la crise de 2008-2009, qui pèse sur nos mémoires, sur l'évolution politique des pays du Nord, et qui a modifié considérablement le jugement public sur la finance. L'appel à une plus forte régulation financière s'est heurté et se heurte encore à de nombreuses difficultés, même si l'on peut évoquer quelques exemples de régulation, généralement supra-étatique.

### L'expérience de la crise et la mise en accusation de la finance

La crise de 2008-2009 a souvent été mal décrite, car elle a été causée par des instruments financiers plus difficiles à comprendre qu'une *start-up* de l'Internet ou un boom sur des actions.

Si l'on veut résumer ce qui s'est produit, on peut le faire ainsi : dans un contexte de hausse de l'immobilier améri-

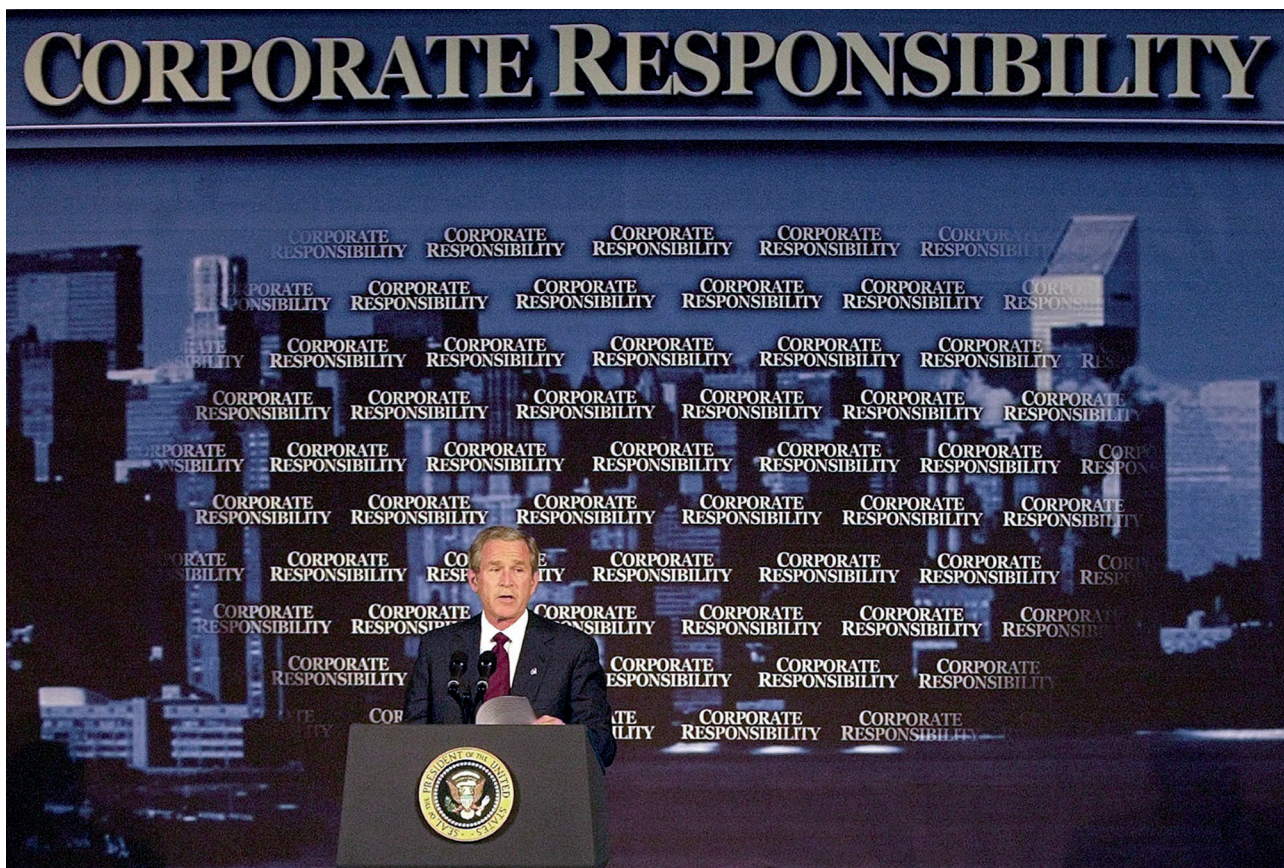


Photo © Ozler Muhammad/The New York Times/REA

S'adressant à des dirigeants de Wall Street, George Bush en appelle à la responsabilité des entreprises, le 9 juillet 2002.

« En 2002, après les faillites d'Enron et de WorldCom, on croit alors réguler pour éviter à jamais ce type de crise, c'est ce que dit le président Bush en signant la loi Sarbanes-Oxley. Six ans plus tard, en 2008, le monde connaît une crise financière partie d'Occident, la plus violente et la plus globale depuis la crise de 1929. »

caïn sur longue période, les prêts se sont intensifiés plus particulièrement en direction des ménages à faible revenu, dits *subprime*, car ces prêts pouvaient être revendus sur un marché secondaire animé par des entreprises publiques américaines. Ces prêts étaient attractifs pour le prêteur, ou pour l'investisseur secondaire, car leurs taux d'intérêt comportaient une majoration liée au risque des emprunteurs *subprime*. Ils n'étaient pas pour autant perçus comme dangereux par les emprunteurs, séduits par des conditions favorables sur les premières années du prêt et parfois grisés par la hausse de l'immobilier.

L'innovation financière a élargi au monde entier cette bulle financière et immobilière américaine. Les prêts immobiliers aux emprunteurs *subprime* ont été acquis en masse par des véhicules de titrisation qui se finançaient en émettant sur les marchés des obligations, ces obligations appelées CDOs servant des intérêts différents selon leur priorité dans l'exposition au risque de défaut du portefeuille de prêts acquis. Par le jeu des grands nombres, il devenait donc possible aux agences de notation d'accorder un triple A aux obligations qui ne commençaient à absorber des pertes qu'au-dessus de 25 % ou 30 % de défauts sur le portefeuille détenu.

On croyait avoir créé un système qui permettait à chaque niveau de risque de trouver son investisseur, à chaque investisseur de trouver son risque. Tant que l'immobilier américain a monté, le monde financier et l'économie dans son ensemble ont beaucoup gagné. Quand l'immobilier a commencé à stagner, puis à décliner, les obligations des véhicules de *subprimes* ont subi de lourdes pertes.

Les pertes ont été encore aggravées par de l'innovation financière supplémentaire. Plusieurs grandes banques ont fabriqué des CDOs synthétiques et des dérivés de crédit sur ces CDOs synthétiques, ce qui a permis d'acheter ou vendre de la protection sur des actifs simplement référencés, et non détenus par le CDO. Goldman Sachs y a gagné au détriment d'AIG, le plus grand assureur américain que les pouvoirs publics ont dû secourir, mais l'affaire s'est terminée sous les caméras des télévisions, devant une commission d'enquête sénatoriale : Goldman Sachs avait du mal à expliquer qu'il entrait dans sa fonction de teneur de marché, c'est-à-dire de garant de la liquidité de certains marchés, d'avoir promu auprès de clients des investissements contre lesquels la banque pariait.

L'émotion a été considérable, et presque universelle. La crise économique presque immédiate a été très généra-

lement attribuée aux excès de la finance, qu'il s'agissait de réprimer une fois pour toutes. Le G20, qui était resté depuis 1998 au niveau ministériel, réunit les chefs d'État à Washington, à l'automne 2008, et désormais les réunit au moins une fois par an.

Il est à noter que cette évolution récente du G20 a donné une notoriété et donc une influence considérables à une instance dont la création avait marqué un repli de l'Europe. En effet, une caractéristique intéressante du G8, aujourd'hui assez largement supplanté par le G20, est que tous ses membres étaient des grandes puissances il y a un siècle, à la seule exception du Canada, exception d'ailleurs discutable si on l'agrège à l'Empire britannique. Il n'en est pas de même du G20, fondé en 1998 comme la réponse aux critiques de la gestion par le FMI de la crise du Sud-Est asiatique. Pour faire une place à l'Arabie Saoudite, à l'Argentine ou à l'Afrique du Sud, plusieurs pays européens n'ont pas eu le droit de siéger au G20 : l'Espagne, les Pays-Bas, la Suisse, la Norvège (selon l'évolution du prix du pétrole), auraient pu y prétendre au titre de leur produit intérieur brut. La compensation d'un siège pour l'Union européenne, vingtième membre du G20, est à cet égard bien mince.

Un secrétariat de régulation financière a été formé sous l'égide du G20, le Financial Stability Board ou FSB, et, depuis la crise, le G20 et le FSB coordonnent, ou font mine de coordonner publiquement des instances qui ne sont pas sous l'autorité des gouvernements du G20, puisqu'il s'agit du FMI, de la Banque mondiale, de l'OCDE, voire de tous les gouvernements du monde ou de toutes les entreprises financières.

Un grand nombre de chantiers de régulation ont été ouverts, plusieurs ont été menés à bien, certains auraient pu être ouverts mais ne l'ont pas été.

### Quelques chantiers de régulation post-crise

On peut évoquer quelques exemples notables de régulation financière depuis la crise de 2008-2009, sans évidemment prétendre à l'exhaustivité et en privilégiant les régulations supra-étatiques.

En Europe comme aux États-Unis, le *trading* de dérivés a été rendu moins risqué par l'augmentation sensible du nombre de produits dont la négociation ne peut se faire que sur un marché doté d'infrastructures de compensation.

Un effort très important a porté évidemment sur le ratio des capitaux propres par rapport au total de bilan, l'un des instruments cruciaux de la rentabilité et de la prise de risque des banques. En effet, le rendement des fonds propres d'une banque correspond au rendement des actifs net de leur coût de financement, divisé par la part des fonds propres dans le total du bilan. La tentation des banquiers peu prudents est d'aller vers les actifs les plus rentables, donc les plus risqués, les financements les moins coûteux et le plus fort levier de dette et de dépôts. Le rendement des fonds propres devient ainsi un multiple significatif (de 7 à 12) du rendement des actifs, mais le risque sur les fonds propres – que l'on peut définir comme l'écart

type sur leur rentabilité considérée comme variable aléatoire – est égal au même multiple du risque sur les actifs.

Le comité de Bâle a donc poursuivi, avec la publication de Bâle 3, ses efforts pour limiter davantage l'effet de levier des banques, particulièrement des plus importantes d'entre elles, tout en leur accordant en temps de crise une flexibilité censée éviter les ventes d'actifs en catastrophe. Les exigences accrues en capital sont toutefois susceptibles d'engendrer des paniques boursières, et donc de l'instabilité, quand une banque peine à les respecter. De nouveaux titres de dette sont aussi apparus, susceptibles de conversion en fonds propres dès la survenance d'une crise. Bâle 3 prévoit par ailleurs de nouveau la publication d'un ratio simple de solvabilité avec des actifs non pondérés, des ratios de liquidité dont la crise de 2008 a rappelé l'importance, et des surcharges en capital pour les banques systémiques dont la liste est mise à jour chaque mois de novembre par le FSB.

Ce travail sur les banques systémiques répond à la préoccupation exprimée sitôt après la crise de 2008 et reprise par le G20 sous le slogan de « *End too big to fail* ». Il s'agissait de mettre fin à l'aléa moral causé par une banque trop importante pour que la puissance publique, et donc les contribuables, puissent s'abstenir de la sauver, tant sa faillite causerait de dommages au système financier et à l'économie, ou tant elle ruinerait de déposants. Dans les mois et les années qui ont suivi la crise, on a beaucoup débattu d'un nouveau Glass Steagall, avec séparation des banques de dépôts et d'investissements. Il en est résulté le cantonnement de la banque de dépôts dans les banques britanniques, l'interdiction du *trading* pour compte propre aux États-Unis et en France, mais on ne s'est jamais vraiment approché d'une séparation du type de celle décidée en 1934 aux États-Unis.

En revanche, une trentaine de banques figurent sur la liste du FSB, du fait d'un jeu de critères complexe puisqu'il s'agit non seulement de mesurer une taille, mais aussi les interconnexions avec l'ensemble du système. De ce point de vue, les acteurs américains sont sans doute sous-représentés, car certains rendent des services essentiels, par exemple dans les systèmes de paiement. On peut noter un effet de cette liste, contraire à celui recherché au départ : elle forme une espèce de tableau d'honneur des banques mondiales, en sortir est un échec, y accéder un grand succès, y revenir une revanche sur le sort, et le qualificatif de systémique tend à rassurer les investisseurs, qui se disent que jamais une banque inscrite sur la liste du FSB ne peut être abandonnée par son superviseur. Il est à noter qu'une liste équivalente a été dressée pour les compagnies d'assurance, au titre d'un caractère systémique supposé, et pourtant très peu avéré dans cette industrie.

La vigilance accrue vis-à-vis des grandes banques s'est manifestée aussi dans la zone Euro de manière très importante. Les banques avaient dû être sauvées ou soutenues par les États à la suite de la crise des *subprimes*, puis certains États, dont les dettes avaient beaucoup augmenté du fait de la baisse des recettes et de l'augmentation des dépenses, avaient été confrontés à la crise

de leurs propres dettes, crise qui avait aussitôt frappé leurs banques détentrices de parts significatives dans ces dettes, d'où il était résulté un nouveau besoin d'intervention d'États très affaiblis au profit de leurs banques, elles-mêmes très affaiblies. La solidarité européenne a joué, mais des mesures ont été décidées pour l'avenir : règles budgétaires communément acceptées et dont l'Italie aujourd'hui cherche à s'affranchir, et supervision des deux cents plus grandes banques de la zone Euro par la Banque centrale européenne, supervision sans doute moins proche des banques, et plus pointilleuse qu'autrefois sur tous les types de risques, jusqu'aux plus improbables.

D'avantage régulées, les banques sont aussi davantage sanctionnées, surtout aux États-Unis qui sanctionnent leurs propres banques mais aussi des banques étrangères. En effet, une forme de régulation financière, qui s'est beaucoup développée ces dernières années, est la régulation nationale à effet transnational. Seuls les pays ou espaces économiques importants peuvent en adopter, l'Union européenne en aurait les moyens, mais dans la pratique ce sont les États-Unis qui ont beaucoup utilisé cet outil depuis plusieurs années. Il s'agit pour les États-Unis de faire levier de leur puissance économique pour imposer à des entreprises non américaines des règles américaines, valables aussi pour leurs activités hors des États-Unis. Si les entreprises en question ne se soumettent pas à ces règles, elles ne peuvent plus avoir d'activités, ou de cotation boursière, aux États-Unis.

Sarbanes-Oxley imposait déjà en 2002 des règles de meilleure gouvernance à toute entreprise émettant des titres financiers sur le territoire américain, ce qui contraignait de nombreuses entreprises cotées aux États-Unis à respecter cette loi. Depuis Sarbanes-Oxley, il y a eu Dodd-Frank en 2010, de portée beaucoup plus importante, ainsi que la loi de boycott de plusieurs pays, dont BNP Paribas a fait les frais. L'augmentation et la multiplication des sanctions influencent sans doute de manière substantielle la pratique bancaire, avec des moyens considérables mis au service de ce que l'on appelle la conformité.

S'il existe un sujet où se mêlent, depuis la crise, interventions du G20, régulations nationales à effet transnational et actions de la société civile, c'est celui de l'évasion fiscale. L'exigence de transparence avait été forte dès l'automne 2008, peut-être de manière un peu abusive, car les produits dits opaques étaient alors plutôt des instruments financiers difficiles à comprendre. Cette exigence de transparence a toutefois vite trouvé un accueil favorable au sein de gouvernements préoccupés par leurs déficits budgétaires soudains et désireux, de ce fait, de recouvrer l'argent de l'évasion fiscale. Le G20 proclame, dès son sommet de Londres en avril 2009, la fin de l'ère du secret bancaire, ce qui est allé un peu vite en paroles et en besogne, comme le mesure rapidement l'OCDE qui se satisfait trop tôt d'accords fiscaux bilatéraux pour vider ses listes de paradis fiscaux. Arrive alors le scandale des évactions fiscales facilitées par UBS, scandale qui permet une première utilisation de la disposition de la loi Dodd-Frank promettant aux lanceurs d'alerte entre 10 % et 30 % des sommes recouvrées au titre des poursuites. L'employé

d'UBS qui a informé les autorités américaines a passé un an en prison et a touché 100 millions de dollars. À la suite de ce scandale, les États-Unis ont adopté en 2010 la loi FATCA, qui oblige toutes les banques du monde à signaler aux autorités américaines les comptes ouverts au bénéfice de citoyens américains. Cette loi américaine à effet transnational a obligé plusieurs pays, comme la Suisse ou l'Autriche, à modifier leurs règles de secret bancaire, et, en 2014, de nombreux États ont conclu un accord sur l'échange automatique d'informations fiscales, qui n'était demandé en 2009 que par quelques organisations non gouvernementales plutôt radicales. L'affaire des Panama Papers ne fait que renforcer la sensibilité des opinions publiques au sujet, et la détermination d'un certain nombre de gouvernements.

Enfin, la principale forme de régulation supra-étatique actuelle de la finance consiste en le soutien accordé par les banques centrales à l'économie de dette, d'une manière concomitante et donc plus ou moins coordonnée. Il en est résulté, pour un certain nombre d'États et d'entreprises, des taux d'intérêt négatifs qui contredisent le principal fondement de la finance, l'incertitude sur l'avenir. Il y a là une situation défavorable aux particuliers qui sont dans nos pays des épargnants nets, mais qui est actuellement favorable aux États et aux entreprises endettées, dont le risque de refinancement, ou d'exposition aux taux variables, s'accroît au fur et à mesure que leur dette se gonfle.

### Les principaux obstacles à la régulation

L'un des principaux obstacles à la régulation financière tient à cette tension, déjà évoquée, entre la globalisation de la finance et la fragmentation du politique. Les flux financiers circulent désormais à la vitesse de l'information électronique, dans un espace qui n'est pas l'espace physique et en ignore donc les frontières. Le danger de l'arbitrage réglementaire est donc très fort. Il en est de la finance comme du climat : un enjeu mondial ne peut être régulé que par la coopération internationale la plus globale, faute de quoi les dollars ou les euros s'enfuient aussi aisément que les atomes de carbone.

Un autre obstacle important, particulièrement en Europe, est celui lié à la croissance économique. Il existe en effet un équilibre à définir entre les besoins de financement de l'économie et les limites à imposer à l'endettement des banques. Si on limite à l'excès l'endettement des banques, on limite aussi la taille de leurs bilans et le volume des financements qu'elles accordent à l'économie, surtout dans la mesure où les investissements en entreprises, sous forme de prêts ou de fonds propres, sont pénalisants en capitaux propres. Cela entrave la croissance ou fait retomber sur les particuliers la charge de son financement. La nouvelle administration américaine, en dépit de tous ses excès, a posé cette question qui mérite débat et que l'on retrouve dans la régulation européenne des assurances au titre de la nouvelle directive Solvabilité 2 : si l'on pénalise dans le bilan des compagnies d'assurance la détention d'actions quand la détention d'obligations grecques ou italiennes ne coûte rien en capital, on ne favorise pas la croissance économique.

D'autres obstacles tiennent à la complexification de plus en plus forte de la matière financière elle-même.

La finance est de plus en plus automatisée, régie par des algorithmes qui souvent produisent l'information financière, l'analysent et déclenchent des ordres de bourse sur la base de cette analyse. Le *flash crash* de New York en 2010 s'inscrit dans une série d'incidents plus ou moins graves qui nous rappellent les risques associés aux machines et les enjeux technologiques, plus ou moins bien maîtrisés, de leur régulation.

Par ailleurs, l'esprit humain est très fertile quand il s'agit d'inventer des produits financiers point toujours maîtrisés par leurs utilisateurs. JP Morgan a perdu 6 milliards de dollars pour avoir laissé un département de la banque, censé investir avec prudence un excès de liquidités, spéculer sur des indices de dérivés de crédit. Ces mêmes dérivés de crédit, déjà utilisés par Goldman Sachs dans les années précédant la crise pour permettre de spéculer sur un risque obligataire, ont joué un rôle évident dans la déconfiture des trois principales banques islandaises en 2008 et dans la crise des obligations souveraines en zone Euro quelques années plus tard. Il est très difficile au régulateur de décider si une innovation financière est néfaste ou s'il faut l'accepter, car elle apporte au marché un surcroît de liquidité.

L'exemple de JP Morgan nous permet aussi de revenir au « *Too big to fail* », sous la forme du « *Too big to manage* ». Le management de JP Morgan, et ce jusqu'à son président, ne comprenait manifestement pas les enjeux du *trading* sur les dérivés de crédit, pas plus que le management d'UBS en 2011 n'a été capable de prévenir les agissements de Kwaeku Adoboli. Dans le cas d'UBS, il y avait fraude individuelle, ce qui n'était pas le cas de JP Morgan, mais dans les deux entreprises on a observé une faillite managériale face à la complexité.

Le problème de la gouvernance, c'est-à-dire du gouvernement des banques, reste posé, comme nous l'a encore rappelé récemment la déconfiture de Danske par rapport à sa filiale estonienne qui rapportait tant de profits qu'on ne se demandait même pas si ses clients n'étaient pas des hommes d'affaires russes occupés à blanchir leurs revenus. Seule une fonction de contrôle des risques autonome par rapport à la direction générale peut permettre d'espérer une amélioration de la situation dans ce domaine. Les salaires très élevés que pratiquent certaines banques, pas nécessairement Danske mais certainement JP Morgan et beaucoup d'autres, peuvent brouiller l'appréciation du risque, surtout quand la manifestation de ce risque est éloignée dans l'avenir, alors que le bonus est perçu dans les mois à venir. Ce sujet faisait partie de ceux évoqués après 2008, il s'est éloigné mais pourrait revenir.

Enfin, le fonctionnement des marchés présente encore des éléments qui peuvent favoriser les emballements. Les agences de crédit, payées par les investisseurs jusqu'aux années 1970, par les émetteurs, donc par ceux qu'elles notent, depuis lors, sont critiquées à chaque crise, un peu bousculées, mais finalement laissées indemnes. Leur mode de rémunération est pourtant intrinsèquement exposé au conflit d'intérêt.

Les normes comptables de l'IFRS et celles prévues pour les assurances par Solvabilité 2 posent aussi problème dans leur exigence d'évaluation des actifs et des passifs en valeur de marché. Quand la bourse augmente, les actions des banques augmentent encore plus, car leurs actifs augmentent, et l'inverse est aussi vrai. Les bilans bancaires, par leur mode même d'évaluation, favorisent ainsi l'emballement des marchés. Il est à noter aussi le paradoxe des banques dont le risque perçu augmente, et dont la dette baisse donc de valeur, ce qui rapporte un profit à la banque par diminution de son passif.

## Perspectives d'avenir

Que dire du futur proche, que dire de la prochaine crise ?

Aucune crise ne peut être prévue par un consensus large, car le seul consensus sur sa forte probabilité de survenance la ferait éclater. On ne peut que faire quelques observations. Tout d'abord, depuis la crise de 2008-2009, nous vivons des turbulences, voire des crises successives, comme celles sur les dettes souveraines. Les taux d'intérêt négatifs sont préoccupants, car ils favorisent un gonflement de dette qui risque de ne plus pouvoir être financé quand les taux remonteront. La dette gonfle, et les débiteurs, surtout les débiteurs publics, regretteront un jour ce gonflement de dette, comme le disait Humphrey Bogart à Ingrid Bergman dans *Casablanca*, « *maybe not today, maybe not tomorrow, but soon* ». Peut-être le gonflement obligataire forme-t-il une bulle spéculative dont l'explosion déclencherà la prochaine crise par des ventes paniques sur le marché obligataire, peut-être que ce sera une autre crise ? Mais une chose est sûre, il y en aura une, et les États, avec le niveau atteint désormais par leurs dettes souveraines, seront bien moins armés qu'il y a huit ans pour faire face à une crise de grande ampleur.

Il est très difficile d'inverser ce gonflement des dettes publiques. Le désendettement n'est possible en effet que si le budget, de déficitaire, devient excédentaire. Or, la présentation du déficit en points de PIB est trompeuse, car elle ne donne pas le sens de l'effort à réaliser pour le résorber : 3 % du PIB, c'est aussi 30 % des ressources budgétaires d'un État comme la France.

La dette privée des entreprises, financières ou non, est aussi considérée par certains comme un sujet de préoccupation. Il existe un moyen, très récessif, de limiter le rôle de la finance et la sévérité des crises, qui consiste à restreindre les prêts à la création d'immobilisations nouvelles ou à des dépenses apparentées, comme celles de recherche. On évite ainsi que les prêts nourrissent les bulles spéculatives sur les actifs existants, mais on n'a plus de prêt pour l'achat d'un appartement. L'économie bougerait beaucoup moins, il y aurait beaucoup moins d'achats de sociétés ou de biens immobiliers, qui se transmettraient davantage par succession. Cette idée a été évoquée dans les années qui ont suivi la crise de 2008-2009, on ne saurait exclure qu'elle revienne à l'occasion d'une crise très forte.

Si l'on en vient aux pratiques financières actuelles, un aspect très préoccupant, lié à la faiblesse des taux d'intérêt,

est le retour à la titrisation de prêts risqués, notamment ceux étrangement nommés *leveraged loans*, qui ne sont autres que des prêts à des entreprises dont le niveau de risque justifie des taux importants, partagés ensuite entre les investisseurs obligataires du véhicule de titrisation selon leur appétit pour le risque. Il n'existe aucun moyen sérieux de savoir si ces *leveraged loans* sont correctement évalués, et il y a là un facteur de risque important, risque plus systémique que celui sur des classes d'actions, car il

est diffus sur les marchés obligataires mondiaux.

Faire reculer la dette publique, et sans doute aussi la dette privée, et encore mieux, contrôler la prise de risque dans les institutions financières, voilà sans doute ce qui peut réduire les risques auxquels notre économie sera exposée dans les années à venir.