

**OBSERVATIONS** prononcées à la suite de la communication de Jacques de Larosière  
(séance du lundi 14 mars 2011)

**François Terré:** Vos réflexions sur le comportement des assureurs et sur le comportement des assurés m'amène à vous poser, très sérieusement, la question suivante. On constate une augmentation considérable du nombre des divorces dont les deux tiers se font par consentement mutuel ou pour rupture définitive du lien conjugal ; comment se fait-il qu'en France, à la différence de la Californie et d'autres États américains, on n'ait pas vu se développer l'assurance « divorce » ?

**Réponses:** Vous m'invitez à examiner l'application d'un principe général sur un terrain qui ne m'est pas familier. Je peux néanmoins dire que si les deux conjoints considèrent que l'état de mariage est plus favorable que l'état de divorce, ils peuvent sans doute rechercher une assurance pour transférer sur l'assureur ce qu'ils considèrent comme un risque. Mais, comme la survenance de ce risque dépend beaucoup de leur comportement, l'assureur fera payer cher cet aléa moral.

\*

\* \*

**Yvon Gattaz :** Il est un groupe professionnel quotidiennement soumis à l'aléa moral : celui des entrepreneurs. Être entrepreneur, c'est d'abord accepter les risques, risque du produit que l'on va fabriquer ou du service que l'on va mettre en place, risque de la qualité, de la production, risque de la technologie, risque commercial, risque de la fidélité des clients, risque de la loyauté des collaborateurs, etc. Et il y a bien sûr le risque financier, sur lequel les chefs d'entreprise sont généralement mal informés – heureusement, devrais-je dire.

Mais comme les techniciens sont assez ignorants des arcanes de la finance, ils s'inquiètent facilement de ce qui se passe autour d'eux. Mon défunt frère et associé, technicien remarquable, a pris peur en 1978 et m'a demandé, par crainte d'un trop grand risque financier, de vendre 20% des titres de Radial. Je ne cesse depuis lors de regretter d'avoir vendu ces titres. Cela montre en tous cas combien nous autres, chefs d'entreprise, appréhendons mal le risque financier.

**Réponse :** Vous avez dit que, lorsque la conjoncture générale est devenue plus tendue et plus complexe, votre frère et vous-même avez vendu une partie de vos actions. En fait, vous avez voulu par là transférer sur les acheteurs une partie du risque que vous appréciez mal et qui vous déstabilisait. Vous vous êtes comporté conformément à la théorie du transfert d'Arrow.

\*

\* \*

**Michel Albert :** Les notions de hasard moral, d'aléa moral, sont apparues dans les professions d'assurance bien longtemps après la publication des premiers écrits de Kenneth Arrow. En 1982, lorsque je suis entré dans l'assurance, personne n'en parlait. Aujourd'hui, tout le monde en parle.

Vous avez fait allusion au fait qu'en Europe, environ les trois quarts des financements d'entreprise se font par les banques, par le système financier. C'est exactement le contraire de ce qui se passe aux États-Unis où c'est le marché financier – et non les institutions – qui finance à hauteur de 75% les entreprises. Cet état de fait a du reste rendu le marché américain d'autant plus attrayant que c'est lui qui, le premier, a fourni des rémunérations et des primes extrêmement élevées. Ce rapport  $\frac{1}{4}$ - $\frac{3}{4}$  vous paraît-il stable ou de nature à évoluer ?

À propos de la crise des *subprime*, on ne peut qu'être stupéfait par le fait que des gens aussi prudents que les Suisses et les Allemands se sont laissé prendre. Cela est sans doute dû à ce que le système américain de financement permettait de faire fortune. Mais quel rôle ont joué les agences de notation – et particulièrement leur incompétence – dans la crise ?

Au terme de l'expérience qui a suivi la chute de Lehman Brothers en septembre 2008, ne pourrait-on pas dire que les grands établissements bancaires considèrent aujourd'hui qu'ils ont une certaine sécurité qui leur est apportée par la collectivité, car la collectivité ne peut se permettre de laisser tomber en faillite de grands établissements, conformément à l'adage *too big to fail* ? Ne doit-on pas craindre que les grandes banques, même si on les contraint à préparer des plans, ne soient dans un cadre général qui leur permette de prendre des risques excessifs ?

**Réponse :** Les rapports inversés  $\frac{1}{4}$ - $\frac{3}{4}$  aux États-Unis et en Europe vont-ils rester stables ? Il est probable qu'en Europe, les marchés financiers vont se développer, d'autant que l'on met actuellement beaucoup de bâtons dans les roues des banques pour les prêts au détail, ce qui va les obliger à réduire la surface de leurs crédits et favoriser une intervention plus grande des marchés financiers. Aux États-Unis, en revanche, je ne pense pas que la situation change.

Certes, les Suisses et les Allemands se sont laissé prendre par les produits complexes à base de *subprime* et autres produits toxiques. Cela tient au comportement grégaire que j'ai analysé. Oui, les agences de notation ont été incompétentes pour tout ce qui concerne la notation de produits financiers complexes. Les États-Unis ont essayé d'en tirer la leçon avec une législation récente qui interdit désormais aux superviseurs bancaires de tenir compte des notes d'agence dans leur travail.

Je ne crois pas que l'on revienne à la situation d'avant la crise où les grands établissements bancaires pensent qu'ils seront de toute façon sauvés parce qu'ils sont gros. Il va y avoir de telles augmentations de fonds propres, c'est-à-dire une telle réduction de l'effet de levier capital-prêt, qu'il va être très difficile de rester aussi engagé. En outre, il faut tenir compte d'un élément nouveau et central, à savoir que l'on va mettre désormais à contribution les créanciers privés, les porteurs d'obligations émises par les banques, ce qui va réduire d'autant le concours des États. Sans doute les États continueront-ils à intervenir si une crise éclate, mais les montants ne seront plus les mêmes et les banques seront contraintes de vendre des avoirs et de se démanteler.

\*  
\* \*

**François d'Orcival :** J'aimerais revenir sur le lien entre morale et politique, en particulier aux États-Unis, où est née la crise que vous avez décrite. Il me semble que l'événement le plus important a été la rupture des autorités politiques

américaines avec ce qui est le fondement même de la morale américaine, à savoir la récompense du travail et de l'effort pour le plaisir de faire fortune. Mais à partir du moment où l'on a rompu avec cette morale, où toutes les autorités politiques se sont ligüées pour promouvoir les produits que vous avez dénoncés, la crise est devenue inéluctable.

La surprise a été que, de la même façon qu'il y avait eu un effet grégaire favorable à la dissémination des produits toxiques mais assurés, les mêmes autorités politiques, parce qu'il y avait la crise, se sont révoltées contre les banquiers et, au nom de leurs électeurs, ont sonné l'hallali. C'est à ce moment-là qu'elles ont fait tomber Lehman Brothers. Croyez-vous qu'il soit possible de revenir sur l'effet grégaire et de restaurer la morale qui naguère prévalait ?

**Réponse :** À partir du début des années quatre-vingt-dix s'est opéré un grand changement dans l'attitude des politiques américains à l'égard des problèmes financiers. J'avais personnellement traité avec les autorités américaines, au début des années quatre-vingt, le problème systémique de la dette des pays d'Amérique latine. Il n'était alors pas question de faire des cadeaux aux créanciers, c'est-à-dire essentiellement aux banques qui avaient prêté au Mexique, au Brésil, à l'Argentine. Nous avons donc mis en place une solution où les États ont été contraints de remettre de l'ordre dans leur système financier et où les créanciers ont été mis largement à contribution par l'octroi de nouveaux prêts, par un allongement des échéances, par des réductions de taux d'intérêt, etc. Et les autorités publiques, tel le Fonds monétaire international, n'ont mis sur la table que des montants modestes.

Telle était la situation dans les années quatre-vingt. Mais, au début des années quatre-vingt-dix, quand s'est posé à nouveau un problème d'endettement au Mexique, la solution apportée a été radicalement différente. En 1994, l'administration américaine a fait financer par le FMI la totalité du déficit financier qui devait être comblé, pour que les prêteurs, banques et marchés, ne subissent pas les effets du défaut mexicain.

Je m'étais alors ému de ce renversement, à mes yeux fort dangereux, qui transférait à une institution internationale publique un risque qui aurait dû être pris par les institutions financières qui avaient consenti des prêts ou par les investisseurs qui avaient acheté des titres mexicains. Mes interlocuteurs américains m'ont répondu que, lors de la crise de la dette d'Amérique latine, il ne s'agissait que de prêts de banques à États, de prêts qui n'engageaient que quelques banques, alors qu'avec la crise mexicaine, c'était les marchés et des porteurs de titres nombreux et répartis dans le monde entier qui étaient impliqués et que l'on ne pouvait en conséquence les faire participer. J'ai bien sûr objecté qu'il existait mille façons de faire participer ces porteurs, mais les Américains n'ont rien voulu entendre pour une simple raison. C'était que, dans les années quatre-vingt-dix, la crainte la plus grande de l'administration américaine était d'avoir à affronter une crise de marché. Le « marché » avait fini par devenir l'acteur principal de la décision publique. Il y a eu une sorte d'abandon de la vieille méthode consistant à dire « *You have to do it the hard way* » vers une protection des marchés. À mes yeux, ce phénomène a été beaucoup plus important que tous les changements politiques qu'ont connus les États-Unis.

D'aucuns diront qu'après la crise des *subprime*, les marchés et les banques ont repris leurs vieilles habitudes et que la crise se reproduira tôt ou tard. Ce n'est pas mon avis car il faut bien voir qu'à un moment, la politique rattrape ceux qui ont créé inconsidérément de l'aléa moral. L'aveuglement des politiques et l'attitude désinvolte des banques sont devenus très impopulaires et la pression s'accroît. Je me garderai

bien sûr de toute naïveté ; je sais bien que la puissance des lobbies bancaires est encore très grande et qu'aux États-Unis, le marché continuera d'exercer sa contrainte, mais je suis persuadé que l'on s'achemine vers un *modus vivendi*, vers un système de « co-assurance », pour reprendre un terme de Kenneth Arrow.

J'ai toutefois une inquiétude concernant le *shadow banking*, car ce système bancaire parallèle n'a pas disparu. Il y a toujours des *hedge funds* et un certain nombre d'autres fonds, dont l'importance financière se compte maintenant en milliers de milliards de dollars et se trouve un peu supérieure à celle du système bancaire officiel. Je crains que les transferts de la banque classique vers le *shadow banking* ne produisent de nouveaux risques. C'est pourquoi on réfléchit à la façon dont le système bancaire classique pourrait résister à une crise systémique du système parallèle et on commence à se préoccuper de contrôler le « shadow banking » lui-même.

\*  
\* \*

**Emmanuel Le Roy Ladurie :** La crise de 1929 avait-elle des antécédents quelque peu analogues ?

Le cœur du problème ne tient-il pas à la présence de cet acteur monstrueux que sont les États-Unis ? Au XIX<sup>e</sup> siècle, les choses ne se passaient pas ainsi. Avec l'émergence de ce maxi-acteur, nous avons connu deux crises immenses, celle de 1929 et la crise actuelle.

**Réponse :** La crise de 1929, quoique différente de l'actuelle, n'en présente pas moins des traits communs : l'emballlement bancaire, le fait que les banques ont nourri la bulle spéculative sur les actions. Ce qui diffère, c'est que l'on a tellement aidé les banques au cours de la crise actuelle qu'elles se portent aujourd'hui beaucoup mieux que ne se portaient les banques en 1930. Du reste aucun banquier, que je sache, ne s'est précipité du haut d'une tour de New York en 2008-2009 alors que ce type de suicides fut assez fréquent en 1929.

Vous avez raison en ce qui concerne le rôle d'un acteur que vous qualifiez de monstrueux et que je qualifierai simplement de prédominant. Avant la guerre de 1914, le système était très équilibré, avec plusieurs acteurs, la France, la Grande-Bretagne, les États-Unis, ayant choisi l'étalon-or et se soumettant à discipline internationale qui était bien suivie. Mais à partir de la première guerre mondiale et surtout à partir de la seconde, les États-Unis sont devenus prédominants dans toutes les affaires. Quand on émet la monnaie internationale, comme ils le font, il est évidemment très tentant de l'utiliser pour servir ses intérêts propres. On peut dire qu'avec la politique monétaire qu'elle mène, la Fed est en fait la banque centrale du monde industrialisé.

La prédominance financière américaine a été utile et bienveillante depuis Bretton-Woods jusqu'en 1971, mais, avec les problèmes américains telle la guerre du Vietnam et les grands déséquilibres, elle s'est beaucoup détériorée.

\*  
\* \*

**Georges-Henri Soutou :** Étant donné que les critères de convergence, dits de Maastricht, n'ont pas réussi à discipliner la politique budgétaire des États,

l'assèchement du crédit privé – si on met à contribution les créanciers privés en cas de restructuration d'une dette souveraine, les incitant ainsi à une plus grande prudence – n'est-il pas le moyen le plus sûr de forcer les États à la rigueur budgétaire ?

**Réponse :** Il est vrai que la solidarité européenne ne s'est pas traduite par une discipline des États puisque le pacte de stabilité et de croissance a été négligé et violé pendant des années, alors que le secteur privé pouvait s'endetter, à l'abri d'un euro qui semblait ne pas poser de problème. On peut considérer que le fait de mettre à contribution, *a posteriori*, des créanciers privés en cas de défaillance d'un État ou d'une banque, est une manière de transférer les difficultés vers le secteur privé, ce qui finalement rétablirait un certain équilibre. On doit toutefois craindre qu'en mettant trop à contribution les créanciers privés, on en trouve moins et, qui plus est, à des taux plus élevés et que le crédit devienne en conséquence plus rare et plus cher, ce dont pâtirait plus particulièrement l'économie européenne. Je ne crois donc pas que mettre à contribution les créanciers privés soit une manière d'exempter les États de leurs obligations fondamentales d'équilibre budgétaire.

\*  
\* \*

**Mireille Delmas-Marty :** Vous avez parlé d'harmonisation internationale pour réduire l'aléa moral. Sur quel modèle faudrait-il harmoniser ? Avec quels instruments, souples ou durs, *soft* ou *hard law* ? Avec quels moyens de contrôle ?

En outre, quel degré d'harmonisation vous paraît souhaitable ? Faut-il une harmonisation par rapprochement ou faut-il viser à une unification ? Si l'on se contente de rapprochements, ne convient-il pas de prévoir une marge nationale d'appréciation pour tenir compte des contextes nationaux ?

**Réponse :** La question du modèle sur lequel on peut procéder à une harmonisation est celle sur laquelle les négociateurs de Bâle et ceux du Conseil de stabilité financière sont en train de travailler. On peut penser qu'il s'agira, en matière de régulation bancaire, d'un modèle fortement inspiré du système anglo-saxon et que ce modèle affectera négativement les banques qui auront le mieux résisté à la crise, à savoir les banques universelles européennes. Ces banques ont de très gros bilans parce qu'elles gardent les prêts aux entreprises et aux particuliers à leurs bilans, alors que les banques américaines les titrisent. Or, les gros bilans sont particulièrement taxés dans la vague réglementaire actuelle.

Les instruments seront en principe de la *hard law* parce que, s'il est vrai que la réglementation internationale en matière de fonds propres ou de liquidités est émise par des régulateurs eux-mêmes, elle doit être, en Europe, adoptée par l'Union, puis ratifiée par les parlements nationaux.

Quels seront les contrôles ? À mon avis, ils seront relativement faibles parce que les surveillances nationales en matière bancaire sont notoirement insuffisants dans un certain nombre de pays. On dit beaucoup qu'il faut renforcer les systèmes de contrôle, les faire dialoguer de pays à pays afin qu'ils se rapprochent.

Enfin, ne vous inquiétez-pas de savoir s'il faut laisser une marge nationale pour assurer une certaine souplesse. Cette marge existera quoi qu'il arrive car le nationalisme prévaut toujours, même quand on travaille sur de la *hard law*.



Mais ne vaudrait-il pas mieux avoir une organisation mondiale, ratifiée par traités, qui puisse nous contraindre à harmoniser les systèmes ? C'est pour ma part l'idée que je défends depuis un certain temps.

\*  
\* \*

**Marcel Boiteux:** La notion de « hors-bilan » me laisse perplexe. Cela signifie-t-il qu'il y aurait un bilan officiel et un vrai bilan ? Il est pourtant interdit d'avoir une double comptabilité. Ou cela signifie-t-il qu'il y a une partie du bilan à laquelle s'applique la loi et une autre à laquelle la loi ne s'applique pas ?

J'ai été stupéfait d'apprendre, d'autre part, que les *traders* sont intéressés aux gains qu'ils font faire à leurs banques, mais pas aux pertes, ce qu'on a justifié en me disant qu'ils étaient très mal payés. Mais il faut bien comprendre que quelqu'un qui est bien payé et qui est intéressé à la fois aux gains et aux pertes prend moins de risques que quelqu'un qui n'est intéressé qu'aux gains mais a un petit traitement. Le système est donc pervers en lui-même et il faut, me semble-t-il, pour que les banques le pratiquent, qu'elles soient persuadées que l'État les aidera en cas de sinistre.

**Réponse :** Le hors-bilan consiste en des engagements qu'une société, banque ou autre, prend – par exemple, des lignes de crédit qu'elle peut accorder à un emprunteur potentiel, des garanties... Tout cela répond à des règles régies par les systèmes comptables des États. Il est admis que l'on mette hors-bilan des engagements d'une nature relativement aléatoire. Mais ce hors-bilan est étudié en détail par les analystes, car on sait bien qu'une ligne de crédit ouverte même quand elle n'est pas tirée, ou qu'une caution, représente un engagement potentiel qui peut retomber un jour sur le bilan.

Avant la crise, un certain nombre de banques avaient abusé du hors-bilan ; elles avaient créé dans leur hors-bilan des structures externes appelées *special investment vehicles* et chargées en produits toxiques. Ces structures gagnaient de l'argent jusqu'à ce que les produits toxiques éclatent. Vis-à-vis des investisseurs, pour protéger leur réputation, les banques ont alors été obligées de les faire revenir dans le bilan. Il y avait là une grave lacune dans la réglementation, lacune qui a depuis lors été comblée puisque les opérations hors-bilan sont désormais intégrées à des fins prudentielles dans les ratios de capital.

En ce qui concerne les *traders*, il est tout à fait exact qu'ils étaient intéressés aux gains, mais pas aux pertes. Ils étaient même parfois intéressés aux gains avant même de produire ces gains puisqu'on leur garantissait souvent des bonus au moment de leur recrutement. Cela est, en principe, aujourd'hui révolu. Les pays du G20 se sont en effet mis d'accord pour veiller à ce que les *traders* reçoivent la plus grande partie de leur rémunération variable en titres de la banque pour laquelle ils travaillent et que le versement de ces titres soit échelonné dans le temps. Cela signifie que si la première année est bonne, il se verra remettre un pourcentage minoritaire sous forme de *cash*, le reste étant composé de titres à toucher ultérieurement. Si la deuxième année se solde par une perte, le crédit que la banque avait ouvert au trader sera absorbé par la perte. Cette mesure n'est pas une panacée, mais elle va vers une certaine moralisation. C'est bribe par bribe et laborieusement, que l'on réduit l'aléa moral.

\*  
\* \*