

WEEK-
focusend

Cinq projets pour sauver la finance

COLLOQUE À SOLVAY

La Solvay Brussels School of Economics and Management organise, lundi 27 avril après-midi, un colloque sur la crise financière : « *The financial crisis beyond the G20 Summit : a forward-looking debate !* ». L'événement, organisé par le Centre Emile Bernheim et l'Ecares (European Centre for Advanced Research in Economics and Statistics), bénéficie du soutien de la Chaire Bernard Van Ommeslaghe. Rens. et inscriptions sur : www.thefinanceclubofbrussels.eu

SI LA CRISE financière a pris la majorité des économistes par surprise, c'est néanmoins vers eux que les responsables politiques se tournent, sollicitant leur expertise sur la manière d'accélérer la sortie de crise et d'éviter des crises futures. A l'occasion d'un colloque organisé lundi à la Solvay Business School, nous avons demandé à six de ses professeurs d'esquisser les contours d'une nouvelle régulation de la sphère financière.

Eviter que les pouvoirs publics soient trop influencés par les lobbies

Les objectifs fixés à la régulation financière sont trop souvent contradictoires et peu cohérents. Quels doivent être ces objectifs et comment définir les priorités ? Les autorités anglaises et américaines considèrent qu'à coté des intérêts des épargnants, les « intérêts de la place financière » devaient être pris en compte, et que la régulation devait rester légère pour ne pas gêner la « créativité » des banques. Les résultats sont désastreux, mais les banques, dans ces pays, gardent une influence démesurée et essaient d'empêcher la mise en place d'une régulation efficace. Dans d'autres pays, dont la France bien sûr, on a tendance à faire du nationalisme économique et à encourager les « champions nationaux ». En Belgique, on considérerait implicitement qu'une rentabilité élevée des banques assurait une bonne protection des dépôts bancaires. Presque partout, la législation et les moyens donnés aux régulateurs étaient insuffisants, et restent insuffisants pour la prise en compte réelle de l'intérêt des citoyens et des épargnants. Il est intéressant de se rappeler qu'Adam Smith, père intellectuel de l'économie de marché moderne, considérerait que l'intérêt des consommateurs était la seule raison d'être de l'économie et que lorsque les pouvoirs publics se laissaient trop influencer par les lobbies d'entrepri-



© PIERRE-YVES THIENPONT

Eric De Keuleneer

Professeur à la Solvay Brussels School of Economics and Management.

ses, la politique économique était mauvaise ; il considérerait aussi que des bénéfices trop élevés étaient le signe d'un mauvais fonctionnement du marché, annonciateur de problèmes. C'était ces dernières années clairement le cas du secteur financier, ou du secteur de l'énergie, par exemple...

Du fait de ces incohérences, les régulateurs bancaires ont trop souvent été empêchés d'appliquer des règles simples, d'interdire simplement les prises de risque spéculatives tout à fait inutiles au métier de banquier, de sanctionner la mauvaise gouvernance et le danger des bonus et primes en tout genre, qui nuisent fortement à l'éthique de comportement dans l'ensemble de la chaîne des métiers financiers. ■

Faire payer une prime d'assurance à l'Etat par les institutions financières

La banque traditionnelle récolte les dépôts des particuliers et des entreprises et effectue des prêts. Les dépôts devraient donc constituer la principale source de financement de ces institutions. Or, la crise a révélé que les dépôts ne représentaient, fin 2007, qu'environ un tiers du total du bilan des banques belges. Celles-ci avaient donc augmenté leurs moyens d'action en recourant à l'emprunt, principalement sur le marché interbancaire. Alors qu'en temps normal, les dettes interbancaires permettent d'absorber les écarts de liquidité, elles étaient ainsi devenues un élément permanent de la structure de financement. Les banques ont donc abordé la crise en situation de dépendance structurelle vis-à-vis des autres banques. Or, la crise a ébranlé la confiance entre les banques et, en conséquence, le marché interbancaire s'est tari. Des banques officiellement solvables (au sens des règles de Bâle) se sont retrouvées en crise de liquidité ; ces crises n'ont pu être surmontées que grâce aux interventions de l'État. Ces interventions se justifiaient d'autant plus que ces banques représentaient un risque systémique important. Les pouvoirs publics ont donc été amenés à supporter, en dernier ressort, le risque d'illiquidité des banques systémi-



© D.R.

André Farber

Professeur de finance à la Solvay Business School.

que. Ils continueront à assumer ce rôle à l'avenir et donc joueront un rôle d'assureur. En conséquence, il serait raisonnable que, comme dans tout contrat d'assurance, des primes soient payées par les assurés (les institutions financières systémiques) à l'assureur (l'État). Pour éviter des problèmes d'aléa moral, le niveau de ces primes devrait être lié à une mesure du risque d'illiquidité. Des mesures de la liquidité doivent donc être rapidement élaborées et des normes prudentielles définies qui, à l'avenir, compléteront les exigences de solvabilité. ■

« Le régulateur omniscient est un mythe »

Pour ce qui est des solutions à mettre en œuvre, les économistes sont clairement divisés. La division s'explique sans doute en partie par l'incompréhension des mécanismes qui ont mené à cette situation. Pour reprendre une analogie, nous observons l'incendie, mais ce n'est

que plus tard, lorsqu'il est éteint, que les causes pourront être identifiées. Il est donc raisonnable de combiner plusieurs types de mesures sachant que toutes ne seront pas efficaces.

On ne compte plus les interventions de professeurs d'économie apportant leurs contributions à la sortie de crise et leur expertise afin d'aider les gouvernements et les praticiens à mettre en œuvre les garde-fous capables de prévenir des crises futures. C'est l'objectif, légitime, du colloque organisé à l'ULB ce lundi. Mais avant tout, les économistes ne devraient-ils pas faire leur mea culpa ? Rares sont ceux qui ont prévu la crise...

La plupart des économistes – et des responsables politiques et financiers – qui n'ont aujourd'hui à la bouche que le mot « régulation » avaient laissé libéraliser les marchés financiers, sans mot dire ou presque. Étonnant, non ?

Il est inexact d'affirmer que l'on a observé un recul généralisé de la régulation ces dernières années. Au contraire, le niveau de régulation a, dans plusieurs domaines, fortement augmenté. À titre d'exemple, pensons par exemple aux exigences de fonds propres, à l'harmonisation des données comptables, à l'obligation pour les entreprises cotées de publier les informations ou encore aux législations en matière de délits d'initié. Mais, à l'évidence, de nouvelles mesures devront être mises en place. On pense évidemment à l'impérieuse nécessité de renforcer les règles au niveau international. Cela tout en gardant à l'esprit que le régulateur omniscient et bienveillant est un mythe et que l'excès de régulation peut nuire. Je suis personnellement convaincu que le problème est ici lié entre autres à la gouvernance. Mais se borner à réglementer plus encore, avec de plus grosses sanctions à la clef, sans réelle réflexion sur les comportements que l'on stimule ainsi, c'est obtenir l'analogie des chirurgiens aux Etats-Unis qui sous-

Cette question combine deux questions distinctes : (1) Pourquoi les économistes n'ont-ils pas prévu cette crise ? (2) Ont-ils les solutions ?

Prévoir l'évolution de l'économie est un exercice extraordinairement difficile. Plusieurs études ont montré que les prévisions économiques étaient souvent très imprécises. Cette médiocre performance des prévisionnistes n'est pas due à leur incompétence. Elle s'explique par le rôle des anticipations dans le comportement des agents économiques. Si, par exemple, les investisseurs anticipent une hausse boursière, ils achèteront maintenant. Or, pour tout acheteur, il faut un vendeur. Il en résultera donc une hausse de prix immédiate égale à la hausse anticipée. En conséquence, les hausses (ou les baisses) futures sont difficilement prévisibles. Bien entendu, parmi toutes les prévisions économiques qui sont publiées, certaines s'avéreront exactes. Mais le vrai test est de savoir si leurs auteurs sont capables de répéter cette performance.

L'Eurozone, le « foyer » des institutions financières internationales européennes

Les clients hollandais et britanniques de Icesave ont été stupéfaits quand la banque est devenue insolvable et que leurs comptes ont été gelés. On estime que Icesave avait recueilli des dépôts d'une valeur de 4,5 milliards de livres au Royaume-Uni et de 1 milliard de livres aux Pays-Bas. Le produit national brut (PIB) de l'Islande atteignait 4,5 milliards de livres à la fin de l'année 2008. Les banques et les compagnies d'assurances voulaient être internationales ; mais quand elles ont fait faillite, on a demandé à leur pays d'origine de payer. L'Islande espère un arrangement et un soutien – vital – de la part du Fonds monétaire international (FMI), alors que sa population la plus jeune émigre. Les contribuables des petits pays et leurs représentants élus ont appris la leçon et sont de moins en moins prêts à garantir les activités de grandes institutions financières internationales. De même, les clients des banques en viennent à préférer déposer leur argent dans des banques qui peuvent bénéficier du soutien de grands et riches pays. Le problème ne concerne pas seulement les petits pays et la banque de détail. Comme nous l'avons vu ce mercredi, même la City de Londres est trop lourde pour le contribuable britannique. A moins que le Royau-



© D.R.

Marco Becht

Professeur de finance, directeur exécutif du European Corporate Governance Institute (ECGI).

me-Uni rejoigne l'eurozone et que l'Union européenne accepte de mettre en commun ses ressources, le futur de la finance internationale sera écrit à New York et à Shanghai. Il se pourrait que Francfort, Londres et Paris ne reçoivent même pas la mention honorable.

Si les Etats membres de l'Union européenne veulent éviter de devenir le marigot de la finance, ils doivent s'entendre pour faire de l'eurozone le « foyer » de leurs institutions financières internationales. Cela imposera d'installer un régulateur prudentiel européen, ainsi qu'un Fonds européen de stabilité financière pour la gestion des crises. Celui-ci devra être soutenu par l'ensemble des contribuables européens. Il sera difficile de se mettre d'accord sur sa gouvernance – comme il sera difficile de s'entendre sur une règle simple de sauvetage. L'Union européenne est née d'une crise. Les leaders politiques, à l'époque, avaient fait preuve de courage et de vision. Nos leaders actuels devront décider s'ils s'inscrivent dans cette tradition. ■

crivent à des assurances excessivement chères, vu les risques d'être poursuivis. A-t-on pour autant de meilleurs chirurgiens ? Trop de pression finit par créer un déni de responsabilité, et cela n'est pas désirable dans l'ensemble.

La crise ne devrait-elle pas contribuer à remettre en cause (ou à sa place) la théorie financière – et les économistes spécialisés dans cette matière, à qui on peut faire le reproche d'avoir conforté les praticiens dans le fantasme d'avoir dompté tous les risques ? Or, on a vu qu'il n'en était rien...

Un modèle n'élimine pas le risque. Au mieux, il fournit des informations sur les résultats possibles et sur les probabilités qui y sont associées. De plus, l'absence de modèle est bien pire. Vous avez peur de la vie avec des modèles, essayez sans... Cela dit, le problème fondamental révélé par la crise – le surendettement et les « leviers excessifs » – ne nécessite pas un modèle. Il est cependant exact que la modélisation a péché

par excès de formalisme et que des pertes ont été encourues à la suite d'erreurs de modèle. Mais des pertes de grande ampleur peuvent aussi être associées à une ignorance des modèles. Alors que la théorie financière moderne est fondée sur le principe de diversification des risques, combien de drames financiers récents ne sont-ils pas dus à une diversification insuffisante même chez des investisseurs réputés sophistiqués. Il ne faut pas blâmer l'arme pour le meurtre, mais le meurtrier. Nous avons effectivement eu une évolution phénoménale des instruments et des modèles les accompagnant. Et l'on peut blâmer une certaine pédanterie consistant à dire que la finance quantitative a la réponse à tout, ce qui a parfois éclipsé la finance dite « managériale ». Mais le problème dans beaucoup de cas a été l'absence de lien ou de communication entre le management et les « quants » (NDLR : financiers spécialistes des méthodes quantitatives), avec un manque de traçabilité, une opacité de certaines structures dans les responsabilités et une in-

compréhension quant au résultat de l'agrégation de tous ces risques au niveau de l'institution. On a, à mon avis, un manque de tableaux de bord de gestion adaptés au management des institutions financières qui aide le management à interpréter le langage des « quants » en règles de gestion.

Enfin, il ne faut pas non plus donner une place inconsidérée à la complexité des modèles. Il est facilement démontrable que beaucoup de produits prétendument « complexes » peuvent être « dédramatisés » et compris de manière beaucoup plus simple qu'il ne paraît. Ce n'est pas parce que vous ne pouvez pas prédire le prix de demain que vous n'avez pas le droit d'avoir de stratégie aujourd'hui. Et en ce sens, la météo est bien plus simple que la finance... Les nuages ne regardent pas le journal télévisé le soir pour savoir comment adapter leur comportement le lendemain. ■

Propos recueillis par
DOMINIQUE BERNS

Hughes Pirote

Professeur de finance, fondateur du Finance Club of Brussels, cofondateur de la Fin-Metrics SA, spécialisée dans la gestion des risques financiers.



© D.R.

Recentrer la banque sur les services aux particuliers et aux entreprises

L'ampleur de la crise actuelle s'explique largement par le développement par les banques d'activités pour compte propre à caractère spéculatif. Une diversification mal maîtrisée et un niveau élevé d'opérations interbancaires ont concentré des risques que les banques n'étaient pas équipées à gérer et pour lesquelles elles n'étaient pas suffisamment capitalisées.

Il faut réinventer la banque universelle. Il ne s'agit pas de revenir à la banque traditionnelle, certes très stable mais aussi peu efficace et peu innovante. Il faut un recentrage stratégique : les banques de détail doivent se refocaliser sur les services aux particuliers et aux entreprises. Elles doivent prendre et porter des risques qu'elles maîtrisent. Les banques d'investissement doivent revoir à la baisse leurs activités de trading et se refocaliser sur les services spécialisés (financements, opérations en capital, couvertures des risques...). Et de manière générale, les banques devront récolter par les dépôts l'essentiel des moyens dont elles ont besoin.

Un nouveau cadre réglementaire est nécessaire pour accompagner ce mouvement. Il doit apporter une réponse aux déficiences qui ont créé les incitations à la prise de risques excessifs (mécanis-



Stefan Dab

Partner and Managing Director au Boston Consulting Group, professeur à l'ULB.

© D.R.

mes de rémunération, principes de gouvernance...). Cette réglementation devra surtout isoler les activités à caractère spéculatif des activités bancaires proprement dites. Cela passera par des exigences renforcées de capital et par le cantonnement des risques pour compte propre. Les autorités doivent agir avec détermination, mais aussi avec mesure. Il n'est pas certain, par exemple, qu'il soit opportun d'interdire la coexistence d'activités de banque d'investissement et de banque de détail. Dès lors que les risques des opérations pour compte propre sont bien cantonnés, il faut laisser aux banques les moyens de se développer et d'innover. Et il faut laisser à d'autres entreprises financières qui ont les moyens et l'appétit de prendre des risques plus élevés (hedge funds, private equity...) de participer activement à la relance de l'économie. ■

Pour un régime de faillite spécifique au secteur bancaire

Le secteur bancaire belge a été particulièrement touché par la crise financière actuelle. Fortis en est le meilleur – ou plutôt le pire – exemple. Si cette entreprise a été fragilisée par ses propres choix stratégiques, elle est aussi, depuis le mois d'octobre 2008, victime de l'incertitude liée au combat juridique opposant ses actionnaires à l'État belge. S'il n'est pas surprenant que des actionnaires tentent d'utiliser les moyens juridiques à leur disposition pour maximiser leurs rendements financiers, il n'est pas souhaitable que Fortis soit ainsi « dans le brouillard » : depuis six mois, ce n'est ni le scénario de la vente à BNP-Paribas, ni celui du « stand alone », mais celui du stand-by, ce qui ne peut

qu'être mauvais pour la santé de cette entreprise.

Pour éviter de tels imbroglios, il faut clarifier les conditions juridiques dans lesquelles l'État, via par exemple la CBFA, peut prendre le contrôle d'une institution financière en difficulté. Dans le cas d'une entreprise « normale », en cas de difficulté financière, ce sont les créanciers qui exercent ce contrôle. Dans le cas d'une banque, ce n'est pas possible, en particulier car beaucoup de ces créanciers sont de petits déposants qui n'ont pas l'expertise nécessaire, et qu'il faut éviter de faire paniquer. C'est alors le régulateur qui doit intervenir. Comme les difficultés financières d'une banque peuvent être beaucoup plus soudaines que celles d'une

entreprise « normale », il est essentiel de doter le régulateur d'une législation permettant une intervention suffisamment précoce et déterminée (et si la législation est claire, les actionnaires détermineront en connaissance de cause le prix auquel ils choisiront d'apporter leurs fonds aux banques concernées).

Une législation de ce type existe depuis les années 90 aux Etats-Unis (sous le nom de « prompt corrective action regime ») et a été introduite récemment au Royaume-Uni (« special resolution regime ») et en Allemagne (pour le cas de Hypo Real Estate). La Belgique devrait faire de même – et c'est vrai également pour les autres pays européens : harmoniser une telle législation est une condition né-



Mathias Dewatripont

Professeur à la Solvay Brussels School of Economics and Management (ULB) et part-time Visiting Professor au MIT (Boston).

© ALAIN DEWEZ

cessaire pour un sauvetage coordonné de banques transfrontalières (une autre dimension où la « saga Fortis » n'a pas été un succès). ■

Escapades en France Gagnez cette semaine un séjour d'une nuit pour 2 en demi pension Pour participer... rendez-vous sur www.lesoir.be/escapades/

Découvrez toutes nos offres spéciales sur : www.vertevallee.com offres non cumulables

Verte Vallée ***

Hôtel Restaurant Spa
Parc de la Fecht, 10 rue Alfred HARTMANN
BP 70, 68140 MUNSTER - FRANCE
TEL : 0033 3 89 77 15 15 // FAX : 0033 3 89 77 17 40
contact@vertevallee.fr

GRATUITÉ ENFANT
Hébergement et repas offerts pour un enfant (jusqu'à 8 ans révolus).
Pour tout séjour de 2 adultes payants en formule 1/2 pension ou pension complète, nous offrons le ou les repas et petit déjeuner pour 1 enfant séjournant dans la chambre des adultes.
ce qui pour un séjour de 4 nuits en pension complète correspond à
104 € DE RÉDUCTION
offre cumulable avec les autres offres spéciales

OFFRE MAI 4=5
1 nuitée offerte du 3 au 17 mai 2009 et du 24 au 31 mai 2009
Pour tout séjour de 4 nuits avec arrivée dimanche, nous avons le plaisir de vous offrir une nuit d'hébergement supplémentaire gratuite (réduction valable sur le tarif de l'hébergement).
5 nuits en chambre double Cerisier arrivée dimanche
196 €/PERS
AU LIEU DE 245 €

OFFRE MAI 3=4
1 nuitée offerte du 3 au 31 mai 2009 arrivée dimanche ou lundi (pas d'arrivée possible le lundi 18 mai)
Pour tout séjour de 3 nuits avec arrivée dimanche ou lundi, nous avons le plaisir de vous offrir une nuit d'hébergement supplémentaire gratuite (soit une réduction de 25% sur le tarif de l'hébergement).
4 nuits en chambre double Cerisier
147 €/PERS
AU LIEU DE 196 €

Cercle de Lorraine Rappel aux membres

Mardi 28 avril
Déjeuner conférence
Didier Reynders,
Vice-Premier Ministre, Ministre des finances et Président du Mouvement Réformateur
qui sera présenté par
Melchior Wathelet,
Secrétaire d'Etat au Budget et à la Politique des Familles
sur le thème
Comment relancer l'économie ?

Inscriptions: +32 2 374 65 25
info@cerclorlaine.be
www.cerclorlaine.be

en partenariat avec
FORTIS BANQUE