



Les cahiers du Cepass

Responsabiliser les acteurs financiers ?

Mars 2010

Table des matières

1. Actes du forum du 1^{er} octobre 2009 : « Responsabiliser les acteurs financiers ? »	
• « Responsabiliser les acteurs financiers : par la fiscalité ou la réglementation ? » par Laurent de BRIEY	p. 3
• Introduction par Pierre DEFRAIGNE	p. 9
• Interventions d’Eric de Keuleneer, Etienne de Callataÿ et Philippe Ledent	p. 17
• Débat entre les intervenants	p. 27
• Débat avec le public	p. 37
• Conclusion par Pierre DEFRAIGNE	p. 51
2. Deux leçons de crise par Laurent de BRIEY	p. 53
3. Faire de la crise grecque un progrès pour l’Eurozone par Vanessa MATZ	p. 61

« Responsabiliser les acteurs financiers : par la fiscalité ou la réglementation ? »

Présentation par Laurent de BRIEY

Le 1^{er} octobre dernier, le Cepess organisait un forum sur le thème « Responsabiliser les acteurs financiers ? ». En tant que centre d'études, les travaux du Cepess se situent en amont de toute prise de position politique. Ses missions sont essentiellement doubles : d'une part nourrir la réflexion et le débat au sein du parti et, d'autre part, constituer une interface entre les milieux politiques, académiques, économiques et associatifs.

C'est dans ce cadre que ce forum fut organisé. Il a trouvé son origine dans une suggestion de la Sénatrice Vanessa Matz qui nous a invités à approfondir la question de la responsabilisation des acteurs financiers à la suite d'un bref débat, publié dans La Libre, sur cette question entre Eric De Keuleneer et Etienne de Callataÿ.

Cette soirée a eu lieu à un moment précis : juste au lendemain du G20 et quelques jours avant la confection du budget fédéral, tant pour 2010 que pour 2011. Ce moment nous situait en quelque sorte à l'intersection entre deux objectifs fondamentalement différents encore actuels aujourd'hui. Le premier objectif réside dans le fait de chercher le moyen, un an après le début de la crise financière, de stabiliser le système financier. Le deuxième objectif consiste, pour sa part, à restreindre le déficit budgétaire dû pour une grande part aux conséquences de cette crise financière.

Ces deux objectifs sont clairement distincts. Il semble pourtant que l'on peut recourir à un même outil pour poursuivre ces deux objectifs : l'outil fiscal. Cependant le recours à cet outil fiscal peut conduire à des conséquences différentes selon que l'on veuille l'utiliser pour un objectif ou pour l'autre.

Par exemple, on parle régulièrement depuis quelques mois de la possibilité de taxer les transactions financières afin de restreindre la spéculation. Comme pour les questions environnementales ou pour les accises sur le tabac, une telle taxe ne serait pas justifiée par la volonté de percevoir des ressources nouvelles, mais avant tout comme un moyen d'intégrer dans son prix le coût social qu'un comportement – en l'occurrence la spéculation – fait peser sur la collectivité. Elle joue ainsi un rôle dissuasif.

On parle également de faire payer aux banques une contribution de crise. Une telle mesure apparaîtrait cette fois comme la volonté de compenser un dommage causé. Puisqu'elles seraient les premières responsables de la crise, ne serait-il pas logique qu'elles paient une taxe spécifique afin de réduire le déficit budgétaire engendré par cette crise ? Mais quelles banques seraient concernées ? Toutes les banques ? Seulement les banques systémiques ? La question est ouverte.

Il est également question de demander aux banques, non pas de s'acquitter ponctuellement d'une contribution de crise, mais d'une prime récurrente en échange du rôle d'assureur que joue de fait l'Etat. Il s'agit cette fois pour les banques de payer une contrepartie au service public qui lui est fourni par l'Etat. Celui-ci, en effet, s'est porté, durant la crise, garant des dépôts des banques et fournira encore de toute évidence à l'avenir sa garantie lorsqu'une banque, en tout cas une banque systémique, se retrouvera confrontée à des difficultés financières. Ce rôle d'assureur, joué par l'Etat, ne justifierait-il donc pas que les banques contribuent par le paiement d'une prime, comme pour n'importe quelle assurance, et participent ainsi à l'effort budgétaire ?

Toutefois, si les banques paient une prime en échange de cette assurance jouée de fait par l'Etat, cela ne va-t-il pas créer une forme d'aléa moral, pour reprendre le terme qu'utilisent les économistes ? Un aléa moral consiste dans le fait que les personnes ont tendance, une fois assurées, à se comporter de manière plus risquée qu'elles ne le feraient si elles n'étaient pas assurées. Voici un exemple relativement simple d'aléa moral : lorsqu'on a une omnium, on a peut-être moins de réticence à mettre sa voiture dans des quartiers moins sécurisés en se disant que les éventuels dégâts subis par son véhicule seront couverts par l'omnium si nécessaire. En ce qui concerne les banques, on peut donc se demander, à partir du moment où elles contribuent à travers le paiement de leurs primes à une assurance publique, si elles ne seraient pas légitimées à avoir des comportements plus risqués. La mise en place

de cette prime ne risquerait-elle donc pas d'inciter les banques à adopter des comportements risqués alors que, au contraire, la volonté affirmée est de trouver des mécanismes incitant les acteurs financiers à un comportement plus responsable ? Le recours à la fiscalité aurait ici un effet contradictoire avec le rôle dissuasif que devrait jouer une taxe sur la spéculation financière.

Depuis la date de ce forum, Gordon Brown et Nicolas Sarkozy ont décidé de taxer temporairement certains bonus financiers. Les motivations de cette mesure paraissent hybrides. Il s'agissait de frapper un mode de rémunération qui est considéré comme ayant joué un rôle crucial dans les origines de la crise financière en incitant de nombreux agents financiers à prendre des risques excessifs et à privilégier les bénéfices à court terme. De plus, les montants indécents de ces bonus, a fortiori une année où il a fallu des interventions publiques massives pour sauver les institutions financières qui les distribuent aujourd'hui, offre une forte légitimité sociale à une telle mesure. Le caractère temporaire de la mesure suggère également qu'il s'agit aussi de trouver une source exceptionnelle de recettes publiques en limitant le risque de délocalisation. Alors que, si la taxe était permanente, certaines banques auraient pu estimer dans leur intérêts de quitter Londres et Paris, une telle démarche présente moins d'intérêt si cette taxe est bien un « one shot ».

Chacune des mesures évoquées ci-dessus s'appuie sur des approches distinctes de la fiscalité. La cohérence et la complémentarité entre ces diverses approches ne vont certainement pas de soi. On peut d'ailleurs se demander, plus largement, si l'outil fiscal est bien l'outil adéquat pour responsabiliser les agents financiers. Ne serait-il pas plutôt préférable de privilégier une forme ou une autre de réglementation ?

Par exemple, on a également beaucoup entendu la nécessité de séparer plus strictement les métiers des banques de dépôt de celles des banques d'investissement. Obama, pour sa part, a fait part de sa volonté de limiter la taille des institutions bancaires. On a également beaucoup discuté de la nécessité d'encadrer par la loi les rémunérations des agents financiers notamment les fameux bonus des traders. De telles mesures réglementaires ne seraient-elles pas plus efficaces que des mesures fiscales ?

Fiscalité ou réglementation ? Fiscalité et réglementation ? Le débat est ouvert. Il ne pourra faire l'économie d'une autre question, qui demeure elle aussi particulièrement ouverte : la question de l'échelle à laquelle il faut intervenir. Y a-t-il un sens d'intervenir au niveau belge ? Si oui, dans quel domaine ? A l'inverse, n'est-ce pas uniquement au niveau européen, voire au niveau international, qu'il est possible d'agir avec une quelconque efficacité ?

Ce sont ces questions, et bien d'autres, qui ont été traitées le 1er octobre. La soirée s'est déroulée comme suit. Dans un premier temps, Pierre Defraigne, qui dirige la fondation Madariaga, a présenté un exposé contextualisant le débat en regard de l'évolution historique récente du système financier international. Il a planté le décor. Dans un deuxième temps, une table ronde a réuni Eric De Keuleneer, Etienne de Callataÿ et Philippe Ledent. Ceux-ci ont tous les trois la particularité d'avoir à la fois une expérience au sein des milieux bancaires et une expertise académique.

Eric De Keuleneer est l'administrateur délégué de Credibe, ainsi que professeur à la Solvay Business School. Il a occupé précédemment des fonctions à la Kredietbank, à la Générale de Banque. Philippe Ledent vient du monde académique. Il a été pendant plusieurs années chercheur à l'IRES et reste aujourd'hui chargé de cours invité à l'UCL. Il occupe actuellement une position d'économiste sénior chez ING. Etienne de Callataÿ, quant à lui, est économiste en chef à la banque Degroof. Il est également chargé de cours invité aux Facultés universitaires Notre-Dame de la Paix à Namur. Ces trois intervenants présentent donc l'intérêt de pouvoir allier la capacité de théorisation que leur réclame leur ancrage académique à une expérience de terrain au sein du monde bancaire.

La table ronde a débuté par un premier tour de table permettant à chacun de nos orateurs de faire une première intervention où ils ont pu exprimer librement leur point de vue. Françoise Gilain, journaliste à la RTBF, a animé dans un deuxième temps un débat entre nos différents intervenants. Elle a ensuite invité la salle à nourrir ce débat de ses questions et réflexions.

Ce *Cahier du Cepess* reprend l'ensemble de ces interventions. Sa publication a été rendue possible par le minutieux travail de réécriture réalisé par le CPCP, le Centre Permanent pour la Citoyenneté et la Participation, en particulier Elise Ottaviani et Catherine Michotte, collaboratrices au CPCP, avec l'aide de Michaël Franssen, collaborateur au Cepess et collaborateur associé au CPCP. Ce *Cahier* est ainsi le fruit d'une prometteuse collaboration entre le Cepess et le CPCP.

Enfin, ce *Cahier* est complété par deux autres textes. Le premier texte, « Deux leçons de crise », a déjà été publié par nos soins dans le cadre des analyses du CPCP et qui met en évidence le redoutable pouvoir pédagogique de la crise. A son école, nous apprenons comment la crise, bien qu'elle ne semble, dans un 1^{er} temps, affecter que certains citoyens, finit par vagues successives à toucher tout le monde. Les difficultés budgétaires actuelles des Etats – dont au premier titre la Grèce aujourd'hui sous monitoring intense – seront l'instrument ultime de diffusion de la crise auprès de chaque citoyen. Nous le ressentirons d'autant plus fort que les conséquences budgétaires de la crise vont être multipliées par les premiers effets du choc démographique provoqué par le vieillissement de la population. Cela rend d'autant plus

cruciale la deuxième leçon enseignée par la crise : les mérites et faiblesses respectifs des différentes politiques budgétaires.

Le deuxième texte porte précisément sur la crise grecque. Il s'agit de la version longue d'une Carte blanche publiée récemment, par la Sénatrice Vanessa Matz dans la Libre Belgique. Elle met en perspective les enjeux de la crise grecque pour l'Eurozone et l'Union européenne.

L'ajout de ces textes se justifie par la proximité évidente de leurs thèmes avec celui des autres contributions. Nous rencontrons ainsi le souhait que les *Cahiers du Cepess* puissent rendre possible la publication conjointe de textes diffusés initialement séparément mais partageant une même unité thématique.

Introduction

par Pierre DEFRAIGNE

En dépit de l'intitulé de ce colloque, « responsabiliser les acteurs financiers », j'éviterai de tomber dans le discours moralisateur. Personnellement, je suis exaspéré par les vitupérations de Nicolas Sarkozy contre la cupidité des banquiers. Ce discours ne mène pas très loin et est, je le crains, oiseux.

Car si l'on envisage d'introduire de l'éthique dans les affaires, ce qui est absolument nécessaire, en tout cas dans le monde de la finance, il faut que le politique reprenne la main au marché et établisse des règles, il faut qu'il détermine ce qu'on peut faire et ce qu'on ne peut pas faire. Mon exposé plaidera donc pour la reprise en main par le politique, ce qui implique un rehaussement de sa propre capacité d'action, qu'il a laissé peu à peu s'éroder depuis une génération.

Commençons par les crises financières. On constate qu'elles sont récurrentes parce qu'elles sont inhérentes au capitalisme de marché. Elles peuvent soit trouver leur origine dans le cycle des affaires (comme ce fut le cas avec la Bulle du Nasdaq en 2000), soit être le produit de politiques macro-économiques ou d'un déficit de régulation (comme on l'a vu avec la crise asiatique de 1997-1998).

En principe, le système est suffisamment résilient pour absorber ces crises et les gérer à travers une combinaison du jeu du marché et d'intervention/régulation politique. Toutefois, en ce qui concerne la dernière crise, celle qui se déclenche déjà en 2006-2007, mais qui vient à maturité de façon spectaculaire le 15 septembre 2008 avec la faillite de *Lheman Brothers*, on assiste à une double défaillance. Il y a une défaillance du système de régulation mais aussi une défaillance du marché lui-même

puisqu'à un moment donné, il n'y a plus de marché, notamment pour les *subprimés* : il n'y a plus d'achat, plus de vente, donc plus de prix. L'illiquidité des acteurs provoque dès lors une insolvabilité en chaîne. C'est pourquoi on peut affirmer que cette crise n'est plus une crise « dans le système », mais au contraire une crise « du système ». Dès lors, la réflexion devra être menée beaucoup plus loin.

Par ailleurs, on entend souvent que c'est la crise la plus grave depuis celle de 1929 et on établit un parallèle avec cette dernière. Il y a des raisons de le faire, mais je mettrais plutôt l'accent sur trois différences.

Tout d'abord, en 1929, il n'existait pas de système multilatéral permettant de gérer de telles situations. Il n'y avait que l'étalon-or, un mécanisme automatique qui avait des effets déflationnistes puissants. Cette fois-ci, le système, symbolisé par l'intervention, un peu improvisée mais finalement assez effective, du G20, parviendra d'abord à éviter une contraction du crédit, un « *credit crunch* ». Le marché interbancaire étant bloqué, on l'a alors débloqué provisoirement en évitant le pire, bien que rien ne soit encore définitivement réglé et que des difficultés subsistent et pourraient se reproduire. Ensuite, le système a permis une relance de l'économie par une action concertée des pays qui en avaient la capacité et devaient le faire, notamment les nouvelles économies émergentes. Les pays en voie de développement ont été aidés dans cette phase difficile, tandis que, dans nos pays, les Etats, selon leurs marges d'endettement, ont mis en œuvre une relance budgétaire plus ou moins importante. Troisièmement, le G20 a garanti le maintien du libre échange. Cela n'a pas été le cas partout mais, dans l'ensemble, on n'a pas connu de vague protectionniste, de dévaluation compétitive, même si la dépréciation brutale de 20% de la livre sterling par rapport à l'euro peut être considérée comme un contre-exemple.

La deuxième différence par rapport à la crise de 1929 est que de nouvelles contraintes imposent, à mon sens, des réformes systémiques et de nouvelles politiques. La première contrainte est l'endettement public. A ce titre, l'exemple de la France est symptomatique : alors qu'en 1970 la dette publique était de l'ordre de 20% du PIB, ce chiffre s'élevait à 60% il y a deux ans et sera de 80% l'année prochaine. La deuxième contrainte, le climat, qui nous oblige à sortir du carbone, peut aussi constituer un levier de relance de l'économie à moyen terme.

Enfin, la troisième différence, fait majeur, à mon sens trop souvent sous-estimé, c'est le déplacement du centre de gravité de l'économie mondiale de l'Ouest vers l'Est. Ce n'est pas seulement une question de poids économique relatif, c'est aussi le fait que l'Asie n'est pas, comme nous, touchée par la crise financière. Elle en subit certainement les effets mais, par exemple, il n'y a pas de crise financière en Chine. Cela pose donc la question de savoir si notre manière de gouverner est la bonne, si nous pouvons encore prétendre faire office d'étalon de référence. En effet, compte

tenu de ce nouveau rapport de forces et du fait que, cette fois, notre régulation a failli, nos pays, et plus particulièrement l'Europe, sont invités à réfléchir à ce qu'ils doivent faire pour reprendre la main et amener de nouvelles réponses de gouvernance plus convaincantes.

I. QUELLES RÉGULATIONS ?

Nous allons maintenant brièvement analyser quelles étaient les régulations dont nous disposons jusqu'à présent, quels sont les défis auxquels nous sommes confrontés et, enfin, les questions que l'on peut se poser.

En ce qui concerne les régulations, il faut toujours travailler à trois niveaux : sur les plans global, national et européen.

I.1. Sur le plan global

Sur le plan global, il y a toujours eu trois piliers de régulation financière.

Tout d'abord, au niveau macroéconomique, le FMI dirigé par les Ministres des Finances est chargé, en principe, de prévenir la constitution de déséquilibres structurels qui pourraient affecter la convertibilité des monnaies et la stabilité des taux de change. Cette mission a été mise à mal depuis le découplage entre l'or et le dollar en 1971 par les Américains, qui ont compté sur les marchés financiers pour financer leur endettement extérieur. Il s'agit, selon moi, d'un fait majeur parce qu'il a déclenché une généralisation de la libéralisation des mouvements de capitaux. C'est pourquoi le FMI, a été de facto absent de la scène pendant près de trois décennies avant de revenir avec la crise.

Ensuite, la régulation microéconomique a été mise sur pied à Bâle au sein d'un club informel, le Forum de Stabilité financière rassemblant essentiellement les banquiers centraux et les régulateurs de l'OCDE et de quelques pays émergents (notamment les BRIC). Désormais érigé en Conseil de la Stabilité financière, il fixe des standards financiers (par exemple sur les rapports entre les capitaux propres et les risques), des règles de supervision et définissent ce qu'est un marché discipliné. Néanmoins, tout cela est non seulement informel mais également non obligatoire, ce qui signifie que les Etats en font ce qu'ils veulent, à commencer par les Etats-Unis.

Le troisième volet est celui de l'autorégulation, que les acteurs s'imposent à eux-mêmes. On pense ici aux normes comptables qui sont fixées par la profession et les notations des valeurs, par des firmes privées qu'on rémunère pour cela. Il y a là un conflit d'intérêts puisque ce sont les mêmes agences de notations qui évaluent le risque et qui sont payées par les émetteurs pour donner une cote qui détermine finalement le rendement de l'instrument financier.

1.2. Sur le plan national

Sur le plan national, quatre fonctions sont assurées par les Etats avec des structures différentes. Il y a d'abord la fonction de régulation/supervision, en s'inspirant autant que possible de ce qui est convenu à Bâle dans le cadre du Conseil de Stabilité financière. Viennent ensuite les liquidités fournies par la banque centrale en tant que prêteur de dernier ressort. Vient encore le budget destiné à soutenir les banques et les institutions qui seraient en difficulté. Enfin, il existe une quatrième fonction essentielle mais souvent oubliée : la fiscalité du capital, qui du fait de sa mobilité internationale pose des problèmes particuliers.

1.3. Sur le plan européen

Sur le plan européen, ces fonctions sont, non seulement, organisées de façon différente selon les Etats, mais surtout, la combinaison de ces fonctions nationales avec un marché financier européen en voie d'intégration, est loin d'être optimale. Il y a d'abord un déficit d'harmonisation des règles et des pratiques et un déficit de coordination entre régulation et superviseurs nationaux qui aboutissent de fait à une fragmentation du marché. Par ailleurs, les budgets sont nationaux, de sorte que, sur les 45 banques transfrontalières (sur les 8000 que compte l'UE) qui d'ailleurs constituent 70% des actifs, des problèmes se posent. En effet, ces banques se trouvant dans des Etats différents, il faut, en cas de risque de faillite, improviser des plans de sauvetage entre ces Etats. En définitive, ces banques systémiques transfrontalières sont renationalisées de fait, faute de dispositifs transfrontaliers au niveau public. Ensuite, il y a les banques, centrales. Dans la zone euro, la Banque Centrale Européenne a bien surveillé l'inflation, l'a contenue, et a surveillé les dettes publiques. Mais elle a aussi commis des erreurs magistrales. Elle n'a vu ni l'inflation des actifs financiers, ni les dettes des banques ni l'importation du problème américain des *subprimes* par nos banques. Enfin, l'Europe, en refusant l'harmonisation, a ainsi délibérément choisi de pousser à la concurrence fiscale entre ses Etats, les privant ainsi de ressources nécessaires et déséquilibrant la charge de l'impôt entre capital et travail.

2. QUELS DÉFIS ?

Quels sont les défis rencontrés par ces systèmes de régulation face à la crise ?

Ces défis tiennent principalement à l'innovation technologique qui a marqué ce secteur, peut-être encore plus que d'autres, et en tous les cas les opérateurs avant les régulateurs. Ils tiennent également à la libéralisation des flux financiers. Ces éléments font des marchés les arbitres des régimes nationaux de régulation, plutôt que la régulation politique ne s'impose aux marchés.

2.1. Politique monétaire américaine

Le premier défi était la politique monétaire des Etats-Unis. Elle a d'abord favorisé l'endettement des Etats pendant les années Reagan, puis l'endettement des ménages dans la période Clinton-Bush. Elle a ensuite facilité l'endettement des acteurs financiers en leur donnant une possibilité de *leverage* tout à fait excessive. Enfin, elle a pérennisé le problème fondamental que constitue le déséquilibre extérieur des Etats-Unis.

2.2. L'innovation et la dérégulation

Le deuxième défi a été l'innovation financière. Elle suscitera sans doute beaucoup d'analyses positives, elle doit cependant également être critiquée. L'innovation financière a-t-elle contribué à la croissance ? C'est une question qui mérite d'être posée aujourd'hui. A-t-elle contribué aux inégalités ? Certainement et fortement ! A-t-elle contribué à l'instabilité ? Absolument ! En fin de compte, cette dérégulation financière a permis l'innovation et est a priori séduisante, la titrisation paraît attractive, les produits dérivés, qui sont souvent des primes d'assurance contre des risques économiques, sont intéressants. Toutefois, la réalité de ce qui s'est passé amène à poser des questions très sérieuses et à remettre radicalement en question la dérégulation.

2.3. La crise financière naît de la crise réelle

Le troisième élément, sur lequel je voudrais insister, est que la crise financière, selon moi, n'est pas la cause, mais plutôt la conséquence d'une crise réelle dans l'économie. En effet, aux Etats-Unis, mais aussi de plus en plus en Europe, les inégalités se sont accrues entre le capital et le travail, je dirais même entre le capital coté en bourse et la petite et moyenne entreprise, et entre le travailleur très qualifié et

le travailleur peu qualifié. Cette montée des inégalités affecte évidemment la demande. Si ce phénomène d'endettement des ménages pauvres aux Etats-Unis s'est produit, c'est en grande partie parce que, sur 30 ans, le revenu horaire réel d'un salarié américain dans l'industrie – un blue collar worker - n'a pas bougé. Cela a forcément rendu possible, voire nécessaire, dans une société où la consommation est la règle, un endettement que la montée régulière des prix de l'immobilier et la baisse des taux d'intérêt ont facilité. Ceci démontre qu'en réalité, la crise des *subprimes* est le résultat d'une crise économique profonde, inhérente au capitalisme de marché mal régulé.

3. QUELLES QUESTIONS ?

Cela nous conduit à soulever quatre questions. Tout d'abord, quel est le nœud du problème ? S'agit-il simplement de remettre la finance sur les rails comme le pensent, selon moi à tort, la plupart des banquiers ? Ou s'agit-il plutôt de ramener la finance dans son lit en la mettant en adéquation avec l'activité réelle et en finir avec le surdimensionnement de la finance, avec son caractère hypertrophié et nécessairement prédateur. Ce n'est pas simple de passer d'un système à un autre, je crois qu'il faudra forcément faire l'écœurement des innovations utiles et des innovations dangereuses et fixer des règles pour passer d'un régime à l'autre.

La deuxième question est de savoir ce qui prime ? Est-ce le modèle européen qui implique que nous ayons une souveraineté financière, que sur le plan de la régulation, de la liquidité, de sauvetage des banques et de la fiscalité nous ayons des règles communes et que, ensuite, le reste du monde s'adapte à nos règles ? Ou bien pensons-nous que nous devons demander la permission au G20 ? Ce dernier n'est pas pertinent en matière de régulation financière, ce sont des systèmes très différents et, croyez-moi, les Chinois ne sont pas prêts à l'accepter. Oublions donc ce détour inutile, qui sert d'alibi en quelque sorte à ceux qui ne veulent pas d'une véritable discipline possible, qui est européenne. Ceux-là jouent sur le G20 pour éviter l'Europe et continuer leur petit business, comme le font Paris et Londres.

La troisième question consiste à savoir comment garantir l'unité du marché unique, à partir du moment où les Etats entrent dans les banques et influencent la politique de crédit des banques.

La quatrième et dernière question porte sur la Belgique. Celle-ci est-elle un cas particulier ou est-elle simplement tenue de mettre en œuvre ce qui a été décidé au niveau européen ?

CONCLUSIONS

Je vais conclure en trois mots. Tout d'abord, il faut penser que cette crise dans laquelle nous sommes entrés va se poursuivre encore longtemps. En effet, une crise n'est pas tellement un choc qui survient à un moment donné, mais c'est un processus long de transformation des structures et des institutions. Nous sommes dans un tel processus, au tout début des réformes qui vont être nécessaires sur divers plans et qui sont notamment liées aux contraintes nouvelles que j'ai citées : l'endettement, conjugué avec un niveau de taxation très élevé et insoutenable, le carbone et la sortie du carbone et enfin, le glissement vers l'Asie.

Deuxième conclusion : je suis économiste et, comme beaucoup, je n'ai jamais été séduit par le modèle néolibéral. Dans ce combat, je me suis senti souvent très seul intellectuellement, notamment à la Commission européenne. Je pense qu'il y a là une réflexion à mener sur une certaine science économique qui a trop fait confiance à des hypothèses réductrices, notamment par rapport à la complexité de l'homme. Je pense ici aux choix rationnels de l'homo economicus, qui est évidemment une simplification abusive ainsi qu'à cette prétention idiote de soutenir contre toute évidence que les marchés sont efficaces, que les marchés savent toujours mieux, que la défaillance de marché est toujours moins grave que la défaillance du politique... Ce n'est pas de la science, c'est de l'idéologie !

Nous avons vécu pendant 20 ans sous le poids d'une intimidation idéologique sans pareil. Nos universités, je dois le dire avec beaucoup de regrets mais c'est vrai, ont marché dans cette voie-là et n'ont pas fait leur travail de doute et d'esprit critique. Dans la crise que l'on rencontre aujourd'hui dans plusieurs universités, dans les facultés d'économie qui se vident de leurs élèves, il doit y avoir cette interrogation sur la science économique qui reste, à mon avis, incontournable, mais qui doit être revisitée.

Enfin, le dernier mot concerne la réhabilitation du politique. Mais quel politique ? Je suis frappé de l'échec de la social-démocratie et je le regrette. Je me sens personnellement très proche de la gauche social-démocrate, étant moi-même de la gauche démocrate-chrétienne, si cela existe encore, en toute indépendance vis-à-vis des structures. Mais il y a quand même quelque chose d'inouï : cette crise, qui met en évidence les faiblesses structurelles du capitalisme, ne donne en aucune façon une occasion à ceux qui faisaient métier de critiquer le système de proposer maintenant des solutions. On est aussi dépourvu du côté de la gauche que du côté de la droite même si à droite on fait de l'activisme et on donne l'illusion du mouvement comme Mr Sarkozy qui est passé maître dans le genre. Je crois pourtant que le politique a un rôle nouveau à jouer, un rôle très important, mais qui implique une réflexion en profondeur. Gauche ou droite, peu importe, mais une réflexion en profondeur sur le système, sur ses nouvelles contraintes, sur ses nouvelles possibilités, doit être entreprise.

Interventions d'Eric de Keuleneer, Etienne de Callataj et Philippe Ledent¹

I. ERIC DE KEULENEER

Je voudrais compléter l'analyse de Mr. Defraigne, à la fois très exhaustive et très schématique, par une petite réflexion sur la nature des banques et des activités financières.

Je suis d'avis, comme d'autres avant moi et notamment Adam Smith, que les banques ne sont pas des entreprises comme les autres et qu'elles bénéficient d'un certain nombre d'avantages. Tout d'abord, elles peuvent partager avec les pouvoirs publics le privilège d'émission de monnaie. Ensuite, comme cela a déjà été dit, elles profitent effectivement d'une forme de garantie implicite : les pouvoirs publics se rendent bien compte qu'ils ne peuvent pas les laisser tomber, qu'elles soient systématiques ou non, parce qu'elles participent à la confiance générale des citoyens dans le système financier, en tout cas, et dans le système économique en général.

Dès lors que les banques ne sont pas des entreprises comme les autres et qu'elles bénéficient d'un certain nombre d'avantages, il faudrait aussi débattre de ce que sont leurs devoirs. Je crois qu'en matière de responsabilité, il existe effectivement un certain nombre de devoirs qui sont moraux et éthiques.

¹ Les différents intervenants s'expriment à titre personnel.

Pendant très longtemps, les banques considéraient qu'elles avaient une éthique, qu'il existait une éthique du banquier. Malheureusement, depuis une trentaine d'années et pour des raisons qui dépassent nos frontières, l'éthique a largement disparu dans les marchés financiers et parmi les intermédiaires financiers. Il n'empêche que maintenant, suite entre autres aux directives MifID sur les instruments d'investissement, les lois dans les différents pays européens prévoient que les intermédiaires financiers doivent veiller à l'intérêt de leurs clients. Ce n'est donc pas seulement leur déontologie (trop souvent évanescence) mais c'est aussi la loi qui les y oblige.

Aussi, on peut se demander s'il est normal que des banques fassent du marketing. Les matières financières peuvent être dangereuses. Le crédit, en particulier, est certes très utile mais aussi très dangereux. On pourrait établir un parallèle avec les produits pharmaceutiques : ils sont très utiles à bonne dose, mais aussi très dangereux à trop forte dose. Par analogie, est-il alors normal que des gens aient pour objectif de vendre le plus de crédits possibles ? Est-il normal également que les agents bancaires, qui reçoivent les clients et se présentent comme des « *conseillers* », aient des objectifs de vente concernant les « produits » qu'ils proposent ? Une réflexion doit donc être menée à ce sujet. Les banques sont-elles des entreprises comme les autres et dans quelle mesure doit-on continuer à leur octroyer un certain nombre d'avantages ou, au contraire, leur imposer certaines limites ?

Je voudrais également évoquer le problème qui est né de la très grande difficulté posée par la régulation des activités financières spéculatives. En effet, on reproche beaucoup de choses aux régulateurs. Je tiens d'abord à préciser que je ne considère pas avoir de raison subjective de défendre les régulateurs en particulier, bien que faisant partie du conseil de surveillance de la CBFA. Je crois néanmoins que la régulation des activités spéculatives des banques est particulièrement difficile. La meilleure preuve en est que les Conseils d'administration de nombreuses banques n'étaient, elles-mêmes, pas au courant des activités risquées qui avaient été développées dans certaines banques, en Belgique et dans d'autres pays également. Il semble clair que, dans certaines banques, même les comités de direction n'étaient pas au courant des risques réels qui avaient été pris dans certaines activités.

En réalité, je crois que les activités financières spéculatives ne sont souvent pas utiles pour un service bancaire et qu'il est nécessaire de s'interroger à ce sujet. Est-il normal que des banques qui collectent les dépôts puissent utiliser ces dépôts pour financer des activités spéculatives ? Elles peuvent évidemment dire que ces dépôts sont utilisés pour faire des crédits et que, quand il s'agit des activités spéculatives, c'est de l'argent emprunté dans les marchés qui est utilisé. C'est très possible mais, tant qu'on ne leur impose pas de séparation légale entre ces types d'activités, il est impossible de faire la différence et de mettre les dépôts à l'abri de ces activités spéculatives.

On a donc aujourd'hui une logique d'activités et d'innovations financières qui sont devenues une fin en soi, avec une activité financière particulière – la frénésie des fusions-acquisitions – qui touche un peu près tous les secteurs. Ce sont souvent les banques qui promeuvent ces fusions-acquisitions. Par ailleurs, ces fusions sont également pratiquées de façon excessive dans le secteur bancaire. Par conséquent, beaucoup de banques deviennent trop grandes pour leur propre survie, premièrement, parce qu'elles deviennent tout à fait incontrôlables, mais trop grandes également pour l'économie d'une façon générale car il n'y a pas assez de concurrence. Les banques étant devenues trop complexes, elles échappent en pratique à tout contrôle.

Je crois donc que le politique doit effectivement s'interroger non seulement sur le type de banque qu'on veut promouvoir, les devoirs qu'elles doivent remplir, mais également sur la taille maximale qu'elles devraient avoir et sur les règles de concurrence qu'il faut leur imposer. Cela vaut pour d'autres secteurs également, mais cela doit s'appliquer tout particulièrement au secteur bancaire.

2. ETIENNE DE CALLATAÏ

Je suis à la fois d'accord et pas d'accord avec beaucoup de choses qui viennent d'être dites. Dans ce court exposé, je ne pourrai que, premièrement, donner quelques éléments de réponse aux questions posées par ce forum. J'aimerais ensuite commenter les interventions de Pierre et d'Eric.

Tout d'abord, nous pouvons affirmer ce qui suit : nous avons affaire aujourd'hui à une problématique à la fois urgente et complexe. Le malheur, c'est que les deux ne vont pas bien ensemble. Il faut battre le fer tant qu'il est chaud. On peut penser que le récent rétablissement des marchés financiers enlève un petit peu de pression, alors qu'il y a un grand besoin de réforme. Simultanément, ce dont nous traitons est une matière éminemment complexe. Rêver à un retour à un monde ancien de simplicité est évidemment tout à fait illusoire. Cette complexité ne s'accommode donc pas de grand show politique, ni de décisions à la va-vite. Je crois qu'il y a là, sur le plan du politique, une première difficulté.

Par ailleurs, concernant les questions directement soulevées par Laurent de Briey dans son introduction sur le rôle de la fiscalité, je pense qu'effectivement il est nécessaire de mener une réflexion de fond sur ce que peut ou ne peut pas faire la fiscalité, par rapport à ce que peut ou ne peut pas faire la régulation, la réalité étant bien entendu que l'autorégulation (et nous serons tous d'accord sur ce point) a montré ses pleines limites.

En ce qui concerne la fiscalité, une des deux pistes les plus fréquemment mises sur la table aujourd'hui est celle d'une taxe sur les transactions financières, qualifiée de taxe Tobin. On ne va pas ici mener une discussion sur ce que James Tobin a dit ou n'a pas dit. Nous ne parlons plus vraiment de la taxe Tobin qui était à l'origine une taxe sur les transactions internationales et était destinée à financer l'aide au développement. On se trouve ici dans un autre cadre. Personnellement, je dois bien avouer que je ne suis pas partisan de cette taxe sur les transactions financières, sauf dans une solution de 2^{ème}, de 3^{ème} ou de 4^{ème} rang, mais certainement pas comme « LA » solution de 1^{er} choix. Il me semble que le problème de KBC ou de Fortis n'a pas été un problème de transactions, avec des achats et des ventes incessants. Ce qu'on trouvait dans les portefeuilles, en dehors du bilan de Fortis ou de KBC, c'était dans le jargon du *buy and hold* : on achetait et on gardait. Il n'y avait pas de transactions incessantes. Je pense donc qu'on se trompe.

Je crois également que l'on se trompe en ciblant les traders. Je ne pense pas que les traders aient grand-chose à faire dans cette crise. Je n'ai aucune sympathie pour ce type de rémunérations mais il y a deux problématiques, deux niveaux politiques et économiques à distinguer. Tout d'abord, le niveau de rémunération peut être choquant en regard de ce qu'on gagne, et pas uniquement à Molenbeek ou à Saint-Josse. Le deuxième élément, dont je me préoccupe aussi en tant qu'économiste, concerne les déterminants et les incitations perverses que ces modes de rémunération peuvent donner, ainsi que la prise de risque à laquelle ils peuvent mener.

Les déterminants, ce sont donc les facteurs qui font que l'on ait une réelle incitation à prendre beaucoup de risques, c'est pour ainsi dire un lancé de pièce dans lequel : pile je gagne et face je ne perds pas. Evidemment, si le jeu est celui-là, tout le monde va acheter ce billet de loterie et participer à ce pile ou face. Or, c'est ce que l'on a ici : on a eu les belles années durant lesquelles les bénéfiques c'était pour soi, et les mauvaises années au cours desquelles il ne faut pas les rendre, c'est juste un non-revenu, mais ce n'est pas une perte sèche. Cela ouvre la voie en réponse à une forme de temporisation de ces rémunérations, ce qui est évidemment hautement souhaitable.

L'autre piste souvent évoquée consiste à taxer les banques. Il ne faut certainement pas le faire de manière revancharde. Il ne faut jamais regarder derrière soi (cela donne le torticolis) mais toujours regarder devant. Or, il y a, je pense, une légitimité forte à demander aux banques d'effectivement payer. On a parlé d'une prime d'assurance : je maintiens l'idée parce que je l'ai utilisée mais je crois que l'expression n'est pas tout à fait adéquate parce que si l'on se sait assuré, on est souvent conduit à prendre plus de risques. On pourrait la raffiner et dire que ce serait plutôt une licence pour opérer. L'histoire dira si la faillite de *Lehman Brothers* a rappelé qu'une grande institution peut faire faillite, auquel cas elle aurait une vertu

disciplinante, ou si, au contraire, l'histoire retiendra qu'au lendemain de *Lehman*, on a eu tellement de problèmes et on a dû tellement intervenir qu'on ne laissera plus des *Lehman Brothers* faire faillite. Cette problématique de l'aléa moral constitue donc une question clé et je pense qu'il est encore trop tôt pour la trancher.

Je souhaiterais juste encore lancer quelques pistes. Pierre Defraigne nous a dit qu'il y avait eu sur le plan budgétaire une relance concertée. J'aimerais qu'il ait raison, mais je crois qu'on a eu un fameux cafouillage européen : chacun a fait sa petite mesure dans son coin et on a été très loin d'une réelle concertation. Cette crise aurait été une formidable opportunité de relancer la machine européenne. On a pourtant vu tout le contraire.

Pierre a également dit que l'Europe avait importé des problèmes américains. Je crains qu'en s'exprimant comme ça, ce soit perçu comme un petit peu court en disant : « c'est encore la faute à ces vilains Américains ». Je crois que l'âpreté au gain et la bêtise a été certainement partagée des deux côtés de l'océan. Donc les problèmes ne sont pas seulement dus à l'Europe qui, par naïveté, aurait simplement investi dans les produits américains. Il y a eu une responsabilité professionnelle. Je ne sais pas si on va appeler ça une faute ou une erreur, je laisserai ça à d'autres.

L'innovation financière a certainement accru les inégalités, mais il est intéressant de se rappeler que le *subprime* était légitimé en partie parce qu'il permettait à des gens sans fiche de paie régulière d'avoir accès aux cadeaux fiscaux donnés par le gouvernement en matière d'accession à la propriété. Ceci montre incidemment la perversité de certaines politiques fiscales qui ont poussé à l'endettement. On encourage encore aujourd'hui l'endettement en Belgique et dans la plupart des pays du monde, ce que je trouve assez paradoxal. On peut balayer devant chez soi et commencer directement à modifier notre régime fiscal. On n'a pas besoin d'aller au G20 pour changer en Belgique le régime des stocks options ou la déductibilité des prêts hypothécaires.

En ce qui concerne la diminution de la taille du secteur financier, je crois qu'il y a certaines synergies qu'il est bon d'avoir et je pense également que décréter une taille maximale pour une institution financière, ne serait pas sage. Cela pourrait peut-être conduire également à certaines prises de risques : quand une entreprise financière est très étendue, elle fait plusieurs métiers et il y a une forme de diversification génétique du risque. Simultanément, quand elle est très grande, si elle tombe, elle cause d'autant plus de dommages. Ce que je préconiserais ici, c'est plutôt un système « plus vous êtes gros, plus vous devez avoir un comportement prudent ». Plutôt que d'interdire à une institution financière d'être grande, il faudrait donc, puisqu'elle est grande et capte un certain nombre d'avantages sous forme de synergies, qu'elle doive le payer sous forme de fonds propres plus que proportionnels

pouvant faire face au risque.

F. Gilain : Voilà quelques pistes déjà. Merci, Etienne de Callataÿ. Philippe Ledent, vous travaillez pour une de ces grosses banques systémiques qui, finalement, a menacé la Belgique l'an dernier... Etes-vous d'accord avec l'idée d'Etienne de Callataÿ ? Y a-t-il quand même moyen d'agir au niveau belge, ou bien est-ce sur la scène européenne et mondiale qu'il faut agir ?

3. PHILIPPE LEDENT

Qu'est-ce qu'il est difficile d'être aujourd'hui à la fois économiste et banquier d'une grande banque... Il me semble donc que j'ai pas mal de défauts. C'est pourquoi je préciserai directement que je n'ai aucun bonus, que mon salaire est fixe.

Je reviendrai à votre question, qui me paraît importante, sur le niveau auquel les discussions sur la régulation financière devraient avoir lieu et auquel les décisions devraient être prises. Avant cela cependant, comme il y a beaucoup de choses qui ont déjà été dites, j'aimerais juste revenir sur trois points et préciser que globalement – mais est-ce un hasard ? – je serais plus proche de ce qui a été dit par Etienne que par les autres intervenants. Mais je ne vais pas le répéter.

Mon premier point consiste à dire « *attention* ». Même s'il est temps d'engager des réflexions, il faut également faire attention à ne pas aller trop vite. Hier [le 30 septembre] sont parues les dernières estimations du FMI qui confirment celles d'avril passé : pour la période 2007-2010, les banques au niveau mondial devront déprécier un total de 2.800 milliards de dollars d'actifs. Plus de la moitié de ces actifs ont déjà été dépréciés. Mais cela veut dire qu'il reste une autre moitié à déprécier et que, par ailleurs, si l'on veut maintenir des standards de sécurité à niveau, cela nécessitera encore des levées de capitaux très conséquentes, peut-être de l'ordre de 1.000 milliards de dollars dans l'économie mondiale.

On n'en a donc pas terminé. Cela signifie également que le paysage bancaire va encore évoluer dans les prochains mois et dans les prochaines années, même sans qu'aucune mesure régulatrice ou des Etats ne soit prise. Donc, le système bancaire n'a absolument pas fini sa transformation et il faut aussi rappeler que, dans cette crise, le premier secteur qui en souffre, c'est également le secteur bancaire. Toutes les banques sont entrées dans des processus de restructuration très importants, qui causeront beaucoup de pertes d'emploi. Certains diront qu'ils l'ont mérité mais, en attendant, on est entré dans un processus de diminution du volume du secteur bancaire en dehors de toute nouvelle régulation qui pourrait intervenir, ce qui est, je pense, quand même important. C'est vrai que la taxation des banques, que ce soit

dans un but revanchard ou purement budgétaire, est présent au-devant de la scène, mais je pense qu'il faut prendre garde à ne pas aller trop vite et à ne pas interrompre un processus indispensable au rétablissement de la santé financière des banques.

En ce qui concerne l'idée que les banquiers auraient comme objectif de revenir à la situation précédant la crise, je ne partage pas cette idée. Je pense sincèrement que, notamment parce qu'elles y sont aujourd'hui contraintes, parce que, comme je vous le disais, on est entré dans un processus de restructuration, on ne reviendra pas, *de facto*, à la situation d'avant.

Deuxième élément, on peut voir au nombre de pistes qui sont évoquées ici, le problème est un problème de régulation. C'est un problème qui touche les banques centrales, alors que les banques centrales ne sont pas toujours l'organe régulateur. La Banque Centrale Européenne (BCE) n'a pas un rôle régulateur pour le moment. Si la BCE s'est surtout, au cours des dernières années, attachée à regarder l'évolution des prix et n'a pas regardé spécialement la stabilité bancaire, c'est surtout parce que son mandat stipule qu'elle doit suivre l'évolution des prix. Le jour où on lui donnera plus de responsabilités en matière de régulation du système financier, peut-être qu'elle sera active sur le terrain de la régulation.

Il y a différents acteurs, les régulateurs nationaux, la problématique des normes comptables, qui ne sont pas définies par les agents financiers eux-mêmes mais par des organismes nationaux et internationaux et qui ont joué un rôle majeur dans la crise. Un des chantiers qu'il faudra développer est donc notamment cette correction des normes comptables et d'essayer de bien établir quel a été leur rôle accélérateur dans cette crise.

Par ailleurs, il y a également la problématique des rémunérations. Pour moi, c'est un problème tout à fait annexe, mais on peut tout de même en discuter. Il s'agit ici, certainement, d'un problème de gouvernance des entreprises. C'est un problème de responsabilité des *traders*. C'est à la fois un problème de régulation interne et un problème pour les Etats : c'est-à-dire comment inciter les banques à prendre moins de risques tout en sachant, d'un autre côté, que les acteurs bancaires sont au centre du financement de l'économie. Je rappellerais quand même que le crédit bancaire correspond à 63 % du financement des entreprises non financières en Europe, alors que ce chiffre n'est que de 18 % aux Etats-Unis. Cela veut dire qu'en Europe, le secteur bancaire est vraiment au cœur du financement de l'économie.

La problématique de la crise part vraiment dans de multiples directions, et ce n'est pas très facile de dresser un plan global par rapport à cela, mais je pense surtout qu'il faut prendre le problème dans sa globalité et non s'en tenir à quelques problématiques bien spécifiques. Sinon on finira par revenir à la situation d'avant la

crise parce qu'on n'aura pas réussi à gérer l'ensemble des problèmes qui se posent pour le moment.

Dernier point, je pense que dans cette réflexion visant à savoir comment tout cela (et pas simplement les banques) doit évoluer, je pense qu'il faudra notamment poser des choix de société et savoir ce que l'on veut. Est-ce que l'on veut des banques qui soient beaucoup plus petites avec des activités très séparées ?

On l'a déjà dit, une banque qui a différents métiers, cela induit une mutualisation des risques. A l'inverse, une banque qui ne collecte que des dépôts et qui n'octroie que des crédits, c'est une banque qui est soumise à d'autres risques. En effet, on a connu de nombreuses crises bancaires uniquement liées à des banques qui collectaient des dépôts et qui faisaient des crédits : votre courbe de taux s'inverse et vous êtes en difficulté. C'est alors parfois bon d'avoir d'autres métiers qui permettent de compenser ces pertes. Il devient donc nécessaire de faire des choix : est-ce que les acteurs bancaires doivent être moins au centre du financement de l'économie, doivent-ils avoir moins de poids ?

Si c'est un choix de société qui est posé, on s'y soumettra. Mais d'un autre côté, il faut savoir alors qu'on va être confronté au jeu des marchés. En effet, si ce n'est pas les banques qui sont au milieu du financement de l'économie, ce sont les marchés et un système semblable au système américain avec un accès direct au marché. A un certain moment il faut donc poser des choix très clairs, tout en connaissant les désavantages qui y sont liés. Aussi, l'image d'une simple diminution de l'hypertrophie du secteur financier est relativement simpliste et la réalité reste un peu plus complexe que cela.

Pour terminer, cela fait maintenant treize mois que je suis en banque après avoir quitté d'un pied le monde académique (en fait j'ai commencé le 1^{er} septembre et le 15 septembre *Lehman Brothers* faisait faillite) et je dois dire quelque chose qui a également été dit : je n'ai pas vu de gens fous quand je suis arrivé ! Pourtant, il y a quand même quelques milliers de personnes qui travaillent là. J'ai très vite été amené à rencontrer les gens qui travaillent en salle de marché. Ils sont à peu près 200 chez ING Bruxelles. Je n'ai pas vu de gens irrationnels. Au contraire, j'ai vu une salle très calme, très design avec un très beau mobilier, avec des gens très calmes. Je les rencontre chaque semaine pour l'*update* macro-économique et je n'ai pas des gens complètement irrationnels devant moi. J'ai des gens qui ont peut-être besoin davantage de connaissances en économie pour mieux comprendre ce qu'ils font, mais ça c'est certainement un autre problème.

On a parlé des problématiques des facultés d'économie. Personnellement, je plaide pour bien davantage. En effet, on a beaucoup critiqué les économistes, mais

je pense que les *business schools* ont aussi joué un très mauvais rôle en répliquant un modèle et en n'inculquant pas suffisamment d'ouverture. Je pense donc que les économistes ont un bon rôle à jouer, mais je répéterais que ce n'est pas un monde de fous et d'irrationnels. C'est un monde de gens qui font leur boulot en fonction d'objectifs qu'on leur a donnés, peut-être en ne connaissant pas nécessairement toutes les implications de leurs actions. Là, il y a peut-être du travail à fournir afin de mieux parvenir à internaliser, à collecter toutes les implications de tous ces petits acteurs. En tout cas, je n'ai pas le sentiment que tous ces petits acteurs, pris de manière micro-économique, ont fait de grosses erreurs. Par contre, pris collectivement, une grosse erreur a été commise.

Débat entre les intervenants

F. Gilain : merci pour votre impression. La balle est dans le camp des business schools. Eric De Keuleneer, vous êtes directement visé. Avez-vous l'impression d'avoir participé à la reproduction un peu folle d'un modèle qui montre maintenant ses limites ?

E. De Keuleneer : Personnellement, depuis de nombreuses années déjà, je tiens publiquement le même langage. J'ai quelques anciens étudiants dans la salle et mes cours sont consultables en ligne. On peut donc aisément le vérifier. Je maintiens que bon nombre de banques sont beaucoup trop grandes pour leur propre bien et que les marchés sont très souvent tout à fait en dehors d'une quelconque logique de service, ni pour leurs clients, ni pour l'économie en général. J'ai personnellement rencontré très peu de synergies apportées par la taille, que ce soit dans les banques ou dans les entreprises.

J'ai travaillé pendant 20 ans dans des banques du secteur privé, à la KB, à la Générale de banque, où on faisait de tout, banque universelle dit-on. Ensuite, j'ai fait pendant 8 ans du crédit hypothécaire, un marché très difficile parce que les banques le subsidient pour vendre d'autres produits. Mais en ne faisant que du crédit hypothécaire, sans aucune espèce d'avantage, puisque l'Office central du crédit hypothécaire où je travaillais n'avait aucune base de dépôt, on arrivait à être nettement plus efficient que les banques. Je suis aujourd'hui administrateur d'une petite banque, Keytrade, qui se spécialise sur l'ordre de bourse et qui le fait en tout cas de façon beaucoup plus efficiente que des grandes banques que je connais. Je ne crois pas à l'efficacité croissante avec la taille, aucune étude académique ne montre les gains d'efficacité des banques au-delà d'une taille de 15 à 20-30 milliards de bilan. On peut aujourd'hui diversifier le risque d'une façon extrêmement simple. Je ne crois vraiment pas à la taille mais ça mérite toute une discussion en soi.

Je voudrais tout de suite corriger l'impression, que j'ai peut-être donnée, qu'il fallait imposer aux banques une taille maximale ; mais il serait bon de se demander

s'il n'y a pas des niveaux au-delà desquels elles deviennent dangereuses. En revanche, je trouve l'expression d'Etienne de Callataj plus opportune : mettre sur pied une licence, avec un droit d'exploitation à payer, mais qui soit exponentiel par rapport à la taille, et donc qui croisse très fort après un certain niveau. Les grandes banques qui sont parfois plus efficaces que les petites dans un certain nombre d'activités (il y en a, en Espagne notamment, et tout le monde est d'accord sur le fait que ce sont des banques extrêmement bien gérées), pourront facilement rémunérer cette « taxe d'abonnement ».

Il existe également l'idée d'une taxe sur les transactions, taxe très modeste (autour d'1/2 pour mille) qu'on appelle taxe Tobin mais qui en fait a été d'abord défendue par Keynes. Cette taxe aurait pour vocation de mettre du sable dans les rouages en luttant contre les volumes excessifs de transaction. Ce qu'on appelle aujourd'hui le *flash trading*, qui sont des millions de transactions jetées en quelques minutes pour essayer de profiter des moindres imperfections de marchés mais qui les déstabilisent souvent, et diverses formes de spéculation frénétique sont tout à fait malsaines. Je crois donc que de très petites taxes sur les transactions pourraient résoudre un certain nombre de problèmes, entre autres ces activités spéculatives.

Cependant, je suis également tout à fait d'accord avec Etienne : ce n'est pas la panacée et cela ne va pas nécessairement résoudre tous les problèmes. Je reste persuadé qu'il faut encourager une plus grande concurrence dans de nombreux pays. Il n'y a pas assez de concurrence entre banques. Mais peut-être que le secteur bancaire ne se prête pas à la concurrence. Si c'est le cas, il faut revenir à une tarification des services bancaires parce que, sinon, on voit dans de nombreux pays, comme en Belgique depuis les grandes fusions 98-99, que les banques étaient cartellisées et franchement « trop » rentables : elles faisaient des 20-25 % de rentabilité ce qui, à mon avis, démontre une rente de monopole. Il faut donc soit avoir une vraie concurrence, soit tarifier.

F. Gilain : *N'est-ce pas un peu paradoxal de prôner à la fois une vraie concurrence et d'interdire la publicité sur les produits pour vendre son produit mieux que son voisin ?*

E. De Keuleneer : Je crois qu'on doit se poser la question de l'opportunité d'autoriser un marketing agressif des activités bancaires. Je ne suis vraiment pas persuadé que l'activité bancaire s'y prête. Au fond de ma pensée, je crois qu'on devrait revenir à des tarifications et à des procédures dans lesquelles le banquier redevient un vrai conseiller de son client. Ainsi, il ne proposerait des crédits qu'à bon escient, et ne proposerait à quelqu'un d'acheter une Sicav structurée « machin » avec capital garanti que si cela convient au client ; s'il juge que c'est un emprunt d'Etat que le

client doit acheter, il lui conseillerait cet emprunt d'Etat. Mais comment voulez-vous qu'il conseille à son client d'acheter un emprunt d'Etat, même s'il a la conviction que c'est ça qui lui convient, lorsqu'il a des objectifs de vente et que sa rémunération dépend partiellement du volume de vente de la Sicav structurée « machin » avec capital garanti (garanti par qui, on en sait jamais très bien) qu'il aura réussi à réaliser.

Il y a donc un problème qui n'a pas de solution miracle. Dans ce domaine, c'est incontestablement le politique qui doit reprendre ses responsabilités. C'est à lui d'arbitrer entre le renforcement de la concurrence et une tarification réglementée. Le secteur financier est quelque chose qui est essentiel à l'activité économique et donc le politique doit jouer son rôle.

Une option pourrait être de réintroduire des banques d'Etat. Peut-être qu'un certain nombre de fonctions bancaires étaient et peuvent être mieux remplies par le secteur public, comme dans certains pays tels que la Suisse et l'Italie où il existe des banques d'Etat qui fonctionnent très bien.

F. Gilain : *En profiter pour réintroduire les banques d'Etat... On a loupé le coche puisque Fortis était aux mains de l'Etat et a été vendue à BNP Paribas, donc là l'histoire est passée ?*

E. De Keuleneer : On a eu cette opportunité avec Fortis mais le Gouvernement a préféré revendre à BNP Paribas car, en Belgique, on a une grande difficulté à avoir confiance dans des entreprises d'Etat convenablement gérées. Dans des pays comme la Suisse, l'Allemagne ou l'Italie, il existe même des banques locales ou cantonales. De nouveau, ce n'est pas « LA » solution : il y a des banques d'Etat, y compris en Allemagne, qui ont été parmi les pires fauteurs de troubles dans cette crise. Ce n'est donc pas la panacée, il ne faut cependant pas s'en priver avec comme objectif de trouver une forme de « biodiversité ».

F. Gilain : *Etienne de Callataj, Philippe Ledent, vous pensez aussi que cela peut être une des pistes ?*

E. de Callataj : Je pense que, parmi les pistes évoquées par Eric, celle que je préfère est l'accentuation de la concurrence, je pense que c'est la plus saine.

Au sujet d'une forme de tarification, il existe un débat aujourd'hui concernant la rémunération des livrets d'épargne. Le gouvernement belge a imposé un pla-

fond à cette tarification et les associations de consommateurs, à commencer par le CRIOC, s'en plaignent et disent qu'il aurait plutôt fallu imposer une rémunération minimale. Je crois qu'ils ont tout faux ! Parce que si nous allons dans ce sens et que l'on ne plafonne pas, on va avoir des petits acteurs qui vont, en fait, bénéficier de l'assurance offerte par les pouvoirs publics, comme Kaupthing l'a fait de manière tout à fait inappropriée, et là le gouvernement a tout à fait loupé le coche en venant sauver une institution qui offrait une rémunération complètement déraisonnable. Donc j'apprécie l'idée d'une certaine forme de tarification, mais je ne suis pas certain que l'on soit d'accord sur le sens : plancher ou plafond ?

En ce qui concerne les banques d'Etat, ce que j'ai apprécié dans les propos d'Eric, c'est qu'il faut qu'elles soient bien gérées. C'est toujours ça qui compte en priorité, c'est le « bien géré ». Malheureusement, l'histoire, en Belgique, ne plaide pas nécessairement en faveur de la bonne gestion dans les institutions publiques de crédit. Toutefois, on dira également aujourd'hui que l'histoire ne plaide pas en faveur des banques aux mains du secteur privé. J'en conviendrai aisément.

Au sujet de la responsabilité des *business schools*, j'ai vraiment bien aimé la petite remarque de Philippe. Je conseille à tout qui s'y prête de lire le dernier *The Economist*. On y trouve un article à ce sujet où l'on dit quelque chose d'extrêmement intéressant : « on a supprimé les cours d'histoire dans les *business schools* ». Je me pose la question, n'y a-t-il pas là une erreur fondamentale qui demande à être corrigée ?

F. Gilain : *Eric De Keuleneer, vous êtes d'accord manifestement.*

E. De Keuleneer : Je suis tout à fait d'accord avec ce constat. Je crois que l'on devrait obliger tous les enseignants, quel que soit le domaine, mais particulièrement dans les *business schools*, à intégrer des notions d'éthique dans leurs cours.

Au sein de beaucoup trop de *business schools*, on a introduit un cours d'éthique et s'est développé le phénomène dit de « la maison de tolérance ». Il y a des gens qui vous diront : « La tolérance, il y a des maisons pour ça ». De la même manière, dans les *business schools*, cela donne : « L'éthique, il y a un cours pour ça ». Mais je crois que l'on doit revenir à un véritable enseignement de valeurs. L'université ne doit pas servir uniquement à apprendre des techniques.

Aussi, pour ce qui est de l'enseignement de l'histoire et de l'histoire de la pensée économique, je rejoins tout à fait Philippe Ledent également, car il est nécessaire de revenir à des notions économiques saines. Dans les universités, il y a un véritable problème collectif dans les matières économiques : on a beaucoup trop tendance à

considérer que quelqu'un qui sait manipuler des statistiques et faire de l'économétrie a compris l'économie. Malheureusement, ce sont deux choses qui sont souvent différentes, parfois contradictoires.

F. Gilain : *Si je comprends bien, il y a une responsabilité collective, chacun doit balayer devant sa porte, mais on a un peu l'impression d'un immense chantier... Par où le prendre, par où commencer ? Est-ce qu'il y a moyen de mettre des priorités, d'établir ce qu'on peut faire vite, ce qu'on doit coordonner pour faire plus tard, etc. ? Y a-t-il un agenda ?*

P. Ledent : Actuellement, j'ai l'impression que, notamment au niveau des discussions du G20, on est parti dans de multiples directions. Lorsqu'on observe les conclusions de Pittsburgh, on trouve des choses extrêmement intéressantes comme le niveau international de régulation, les règles comptables, la structure de l'économie mondiale avec, on en a parlé, un meilleur rééquilibrage entre les différents pôles de l'économie mondiale.

Cependant, je pense qu'actuellement la gradation n'existe pas. Il faut toutefois se réjouir du fait qu'on a bien identifié les multiples directions dans lesquelles aller. Mais, au-delà des effets d'annonces et de la rhétorique de certains sur les bonus, etc., il est vrai que, lorsqu'on lit le contenu des travaux, on part dans beaucoup de directions.

Maintenant, qu'est-ce qui est le plus urgent ? Le plus urgent, c'est d'abord d'accompagner la stabilisation du secteur financier. Puisque, je vous l'ai dit, à mon sens, on est dans une phase de stabilisation. Bien qu'il soit vrai que la hausse des marchés financiers, eux-mêmes anticipant une reprise de l'économie, a donné un peu d'air au secteur. Mais il ne faut pas considérer que l'on peut déjà entamer le chantier et que les banquiers « vont voir ce qu'ils vont voir ».

Je pense vraiment que la première urgence c'est de continuer à accompagner la stabilisation du secteur financier. Dans la gestion de cette crise, la BCE et la FED, ont mené des politiques de très grande envergure, mais ces politiques ne sont pas du tout terminées. Le 30 septembre, la BCE a mené une nouvelle opération d'octroi de liquidités pour un an. Elle va en mener une nouvelle en décembre, peut-être à d'autres conditions. Le processus de sortie de crise nous conduit au moins jusque fin 2010.

F. Gilain : *Mais est-ce une raison pour ne pas déjà prendre des mesures qu'on peut prendre ? On rigole de Sarkozy, c'est vrai qu'il soigne sa popularité en prenant des*

mesures sur les bonus... Mais tout compte fait il a quand même le chic, je dirais, de le traduire en texte de lois et de le faire appliquer prochainement. Donc, il avance. C'est facile de tirer sur son image, mais il fait quand même bouger les choses.

P. Ledent : Oui, pour peu qu'il avance sur les points les plus importants.

F. Gilain : Quels sont les points les plus importants ? Et quels sont ceux sur lesquels ont peut agir tout de suite?

E. de Callatay : Je pense que le plus important, à terme, quand effectivement les choses se seront stabilisées, c'est d'arriver à un système financier où la prise globale de risques soit moindre. Je crois que c'est ça le leitmotiv qui doit encadrer l'évolution. Mais on ne peut y arriver que par un arsenal varié, un mélange de fiscalité, de réglementation... C'est en ayant des politiques de rémunérations qui n'aient plus le défaut d'asymétrie que j'évoquais. C'est en renforçant les fonds propres de manière différenciée proportionnellement à la taille des institutions financières : plus on est gros, plus on devrait avoir des fonds propres solides. C'est en ayant une stratégie de provisionnement dynamique : les « bonnes » années, l'entreprise/la banque met de côté pour faire face aux difficultés. Il faudrait également éliminer les modèles de gestion des risques en interne des banques, qui sont basés sur des modèles inspirés de lois de la thermodynamique tout à fait inadaptés à la réalité économique. Enfin, il faut mettre un terme à cette absurdité totale dans laquelle le régulateur se base pour réguler sur des notations fournies par des agents privés. Je suis un partisan de l'économie de marché mais là, cela n'est pas possible ! On ne peut pas avoir un dispositif réglementaire qui se base et qui ait comme *input* majeur quelque chose qui est fourni par le privé. Toutefois, je ne crois pas non plus qu'une agence de notation publique soit la solution parce qu'elle donnerait l'illusion que, en toute circonstance, il y a moyen de bien mesurer le volume des risques. Je pense plutôt que, comme sur un paquet de cigarettes, il faut constamment rappeler les dangers de la chose et non pas donner l'illusion d'un contrôle du niveau des risques.

F. Gilain : A ce propos justement, on a dit que c'était inacceptable de garder trois agences de notation américaines qui décident pour le monde entier, qu'elles avaient donné quatre étoiles à des produits toxiques... Que peut-on faire maintenant pour changer ça ?

E. De Keuleneer : Je suis d'accord avec l'argumentation que vient de développer Etienne de Callatay. Je pense qu'on peut essayer d'améliorer le fonctionnement de ces agences de notation mais ce sera toujours imparfait et risqué. Ce ne sera donc pas suffisant.

Je crois que le gros problème - on est là vraiment dans le cœur du sujet : la responsabilisation des intermédiaires financiers - c'est que l'on a accepté que les banques et les régulateurs sous-traitent la partie essentielle de la régulation, c'est-à-dire le contrôle sur les risques de crédit et leur sélection, à des agences de notation qui regardent ça plus ou moins bien, mais qui en font surtout un business. Il était déjà très clair lors de la faillite d'Enron que les agences de notation avaient été extrêmement laxistes pour développer le business. Ce laxisme est facilement compréhensible puisque Enron avait beaucoup de filiales offshore et qu'elle était un très gros client (il y avait des dizaines de véhicules financiers d'Enron qui faisaient l'objet d'une notation de Moody's et de Standard & Poor's).

F. Gilain : Et il faut dire que ces agences de notation sont payées par les clients qu'elles notent, ce qui est finalement un paradoxe...

E. De Keuleneer : Non seulement elles sont payées par les clients qu'elles notent, mais en plus elles sont payées chaque fois que le client développe un nouveau produit qui doit faire l'objet d'un *rating* séparé. On a même constaté que ces agences de *rating* allaient proposer des schémas aux entreprises et aux banques, en leur disant « si vous faites ça et ça, on vous donnera un triple A ».

Il y a donc une véritable déresponsabilisation dans laquelle le comité de Bâle malheureusement est en partie responsable. En effet, on sous-traite le contrôle du risque, ce qui ne va pas du tout. Il faut responsabiliser les banques mais aussi les entreprises qui ont un portefeuille et leur dire d'arrêter le raisonnement « Vous savez, je suis personnellement très prudent et je n'investis que dans du triple A » car, souvent, elles ne savent absolument pas de quoi il est composé.

F. Gilain : *Mais pour changer la situation cela prendra du temps, il faut d'abord s'accorder là-dessus à l'échelle mondiale, non ?*

E. De Keuleneer : Non, chacun peut commencer à balayer devant sa porte.

P. Defraigne : Le G20 fait un travail très utile, peut-être le plus important.

Premièrement, il garde les marchés ouverts. Il met de l'argent à travers le FMI et à travers la banque mondiale, pour permettre que le commerce mondial reprenne, comme c'est le cas pour le moment, à travers des facilités publiques pour prendre le relais des banques défaillantes. C'est une première chose fondamentale.

Deuxièmement, il est vrai que les plans de relance sont peut-être très mal coordonnés au niveau européen, c'est pourquoi on parle de cafouillage, mais, en revanche, on a un véritable plan de stimulation budgétaire en Chine et aux Etats-Unis. Le maillon faible, c'est l'Europe, parce que les situations d'endettement des Etats européens sont très contrastés : il y a ceux qui veulent et qui peuvent, et il y a ceux qui veulent qui ne peuvent pas, etc.

En ce qui concerne le troisième thème qui doit occuper le G20, le climat, et qui concerne toute la planète, j'ose espérer qu'il va sortir quelque chose pour Copenhague.

Par contre, en ce qui concerne la finance, on n'a pas besoin du G20 ! Actuellement, la finance a essentiellement échoué dans l'espace atlantique. Les Européens étaient-ils aussi coupables que les Américains ? On peut en discuter. Ce qui est sûr, c'est que la Banque centrale européenne (BCE) n'a rien vu venir. Il n'était certainement pas nécessaire d'être chargé de la supervision des banques, pour voir que leur bilan éclatait. On se préoccupait de savoir si les Etats arrivaient au 60 % fatidique de Maastricht pour leurs dettes par rapport au PIB et, en deux ans, en Belgique, les banques sont passées à 300 % du PIB. Aussi, la BCE, qui possède cette fonction d'observation, aurait également dû être capable de surveiller le système financier.

Or, c'est en Europe que l'on trouve le cadre pertinent pour avoir à la fois un grand espace financier, dans lequel on peut organiser la concurrence, et, en même temps, la sécurité. C'est donc cet espace qu'il est nécessaire de valoriser.

Il est vrai que la crise a amené une conversion, « un chemin de Damas », de Monsieur Barroso et son équipe, principalement de Monsieur McCreevy en charge du marché intérieur qui, soudain, a promulgué une série de propositions qui sont toujours en cours et qui vont dans la bonne direction, mais qui sont loin de correspondre totalement à ce qu'il faut faire. C'est cela la vraie bataille d'aujourd'hui, c'est

là qu'elle se joue et c'est là qu'il faut absolument que le politique se saisisse de cette affaire. Sinon, cela lui reviendra en pleine figure.

Donc, personnellement, je suis à la fois optimiste par rapport au fait que l'on ait été capable de mobiliser le G20 là où il est utile, mais je suis inquiet qu'on se serve du G20 comme alibi pour ne pas faire ce qui doit être fait au bon niveau, qui est le niveau européen, et non pas le niveau national.

F. Gilain : *Donc il faudrait des agences de notation européennes ?*

P. Defraigne : Je préfère laisser à mes amis banquiers la question de savoir qui doit coter, pas coter et comment il faut coter. Personnellement, je n'en sais absolument rien.

Je pense plutôt que ce qui est important, c'est d'avoir au niveau européen une cohérence entre ces quatre fonctions : réglementation et supervision, le prêt en dernier ressort, le financement en cas de sauvetage des banques, et, je le rappelle, la fiscalité du capital. Il est nécessaire de ne pas oublier cette dernière ! En effet, personne n'en parle, mais c'est beaucoup plus intéressant d'harmoniser la base et, à un moment donné, le taux de taxation des sociétés, que de jouer avec les bonus. Les bonus, on les taxe ou on ne les taxe pas, mais, avant tout, asséchons le marais des actifs toxiques où ces traders vont pêcher le poisson et, à ce moment-là, automatiquement, ils gagneront un peu moins !

Débat avec le public

QUESTION I :

En écoutant le panel, tout le monde se rend compte de la complexité du problème. Ce qui m'a frappé, c'est qu'on a traité de façon différenciée de nombreux problèmes à propos desquels on peut dire tout et son contraire, ce que vous n'avez pas manqué de faire.

On peut prendre pour exemple : la taille des banques. La taille des banques, en soi, dépend aussi de la taille de l'économie qui la supporte. Pierre Defraigne vient de dire qu'en Belgique le gouvernement a dû sauver des banques qui, collectivement, avaient des bilans égaux à 500 % du PNB. Il paraît tout à fait évident que c'est insupportable. Si nous voulons réglementer cela, nous ne pouvons le faire qu'au niveau européen parce que sinon la Belgique ne pourra plus abriter de grandes banques, alors qu'en France même les banques qui ont eu des problèmes ne représentaient jamais plus de 100 % du PNB. C'est pourquoi s'il n'y a pas un accord au niveau européen, on va droit dans le mur. Il est vraiment fondamental que le politique se saisisse de ce problème. Pourtant, je ne vois pas une volonté européenne, que ce soit de la part de Mr Sarkozy ou Mme Merkel, de s'accorder sur de réelles règles communes de concurrence, parce qu'ils voient de grands avantages à garder des « champions français », des « champions allemands », des « champions italiens »...

Il existe donc une contradiction fondamentale à laquelle nous devons répondre sans quoi toute forme de réglementation ne pourra être effective. On s'est maintenant engagé à travers le dépôt par la Commission de propositions sur l'introduction de la réforme Larosière. Comme le dit Pierre Defraigne, il s'agit peut-être d'un pas dans la bonne direction, cela reste toutefois largement insuffisant.

Venons-en à la responsabilisation non pas des intermédiaires, mais des acteurs.

Parmi eux, il y a au premier niveau les régulateurs : quelle a été leur responsabilité ? Nulle, puisque les 45 plus grandes institutions européennes détenant 70 % des actifs sont des multinationales, il n'y a aucun régulateur national qui endosse la responsabilité. De plus, beaucoup de régulateurs aimeraient que la situation ne change pas, parce qu'ils n'ont pas envie d'endosser cette responsabilité.

Il y a donc fondamentalement un problème : si nous avons une monnaie unique, une banque centrale pour la zone euro, et maintenant une politique monétaire unique, il faut un régulateur unique. C'est complètement aberrant de croire qu'on peut avoir une zone monétaire de la taille de l'euro avec aujourd'hui seize régulateurs différents. Tant qu'on n'adresse pas ces problèmes politiques fondamentaux, les problèmes de la taille, des bonus (bref, tous les problèmes de la séparation des métiers) ou de l'assurance resteront tout à fait secondaires.

F. Gilain : *Qui souhaite répondre ? On sait bien que beaucoup d'Etats ne tiennent pas à avoir une régulation unique en Europe. Est-ce un problème majeur, est-ce prioritaire ?*

E. De Keuleneer : De nouveau, je crois qu'il faut voir ce qu'on veut réguler. Personnellement, je crois qu'il est très difficile, voire impossible, de réguler les activités spéculatives. Je pense qu'il est justifié que les activités de dépôt et de crédit fassent l'objet d'une régulation : c'est faisable et cela a déjà été fait relativement convenablement. Par contre, je crois qu'il faut d'une façon ou d'une autre très fortement décourager les banques de mener des activités de marché et des activités spéculatives, voire le leur interdire. Les *hedge funds*, quant à eux, mènent des activités spéculatives à leurs risques et périls. Ils peuvent faire cela très bien ou très mal. S'ils font ça mal, ils tombent en faillite : il y en a 500 qui sont tombés en faillite depuis plus d'un an, personne ne s'en est rendu compte. Laissons les *hedge funds* mener ces activités spéculatives ! Les banques craignent que leurs meilleurs éléments ne s'en aillent dans ces *hedge funds* si elles ne peuvent plus payer de bonus... Qu'ils y aillent ! A la base, le métier de banquier n'est pas un métier d'équilibriste financier, c'est un métier de quelqu'un d'honnête, qui essaie de faire honnêtement de l'intermédiation financière et ça devrait le redevenir. Si on arrive à correctement identifier et isoler les activités de dépôt et de crédit au sein des banques, les activités spéculatives en seraient extraites ou seraient dans une autre partie. Aussi, il existe une excellente proposition que les Anglais appellent le *living will* (testament vivant) qui imposerait (et j'espère qu'en Belgique on va s'en inspirer) aux banques de s'organiser de façon telle que, en cas de problèmes au sein d'une de leurs divisions, celle-ci puisse rapidement être fermée, ou éventuellement mise en faillite, mais que le reste de la banque ne soit pas affecté. Evidemment les banques sont totalement opposées à cela parce qu'elles souhaitent garder cette garantie implicite et plus ou moins gratuite de l'Etat sur leurs activités.

En ce qui concerne les activités de produits dérivés, sans entrer dans les détails, il y a des marchés tout à fait obscurs de produits dérivés. De nombreuses voix plaident pour que toutes ces activités soient centralisées dans des marchés avec une contrepartie centrale. Aujourd'hui, si une grande banque d'affaire, active sur ces marchés de dérivés, tombe en faillite, comme Lehman, cela pose des problèmes systémiques puisque les autres banques sont très souvent les contreparties pour ces transactions sur les produits dérivés. Si on conduisait cela dans des marchés centralisés, ce problème ne se poserait plus. Mais les banques s'y opposent également parce que là aussi elles ont peur que les Etats ne garantissent plus implicitement leurs activités. Les banques veulent absolument que les Etats continuent à garantir implicitement ces activités financières parce que c'est une situation extrêmement confortable : quand tout va bien, ils font des bénéfices considérables et, dès qu'il y a un problème, comme cela a été le cas il y a cinq ans, il y a dix ans et aussi maintenant, les autorités, d'une façon ou d'une autre, viennent les sauver.

Il est donc également nécessaire de définir ce que l'on veut réguler. Il serait mieux de coordonner les activités de dépôt et de crédit au niveau européen, mais l'on pourrait commencer par réguler cela au niveau national de manière plus efficace qu'on ne le fait aujourd'hui. On pourrait d'ailleurs commencer dès demain en Belgique. Il existe vaguement un projet de loi qui est destiné à mieux régler les questions de faillite bancaire. Je crains que celui-ci ne soit tout à fait insuffisant, parce qu'on dirait que c'est un projet de loi qui est fait sur mesure pour Fortis, pour régler un « problème Fortis » qui se poserait à nouveau. Or, la prochaine fois qu'il y aura un problème, ce ne sera pas le même et cette loi ne servira de nouveau à rien.

F. Gilain : *Philippe Ledent, êtes-vous d'accord avec le fait que le banquier aime la situation actuelle, qu'elle serait confortable pour lui puisque, finalement, l'Etat intervient, on l'a bien vu, en dernier recours ?*

P. Ledent : Je suis partiellement d'accord avec cet argument. On pourrait imaginer que l'Etat ne peut se porter garant pour les activités plus risquées. Par ailleurs, je reste convaincu qu'il peut exister une mutualisation de risques entre différents marchés. Il s'agit clairement de deux visions opposées. Donc, je pense qu'on ne met pas complètement à l'abri le système bancaire en séparant l'activité de dépôt crédit.

Pour réagir à ce que vous avez dit, je suis tout à fait d'accord. On pourrait même aller jusqu'à se demander quel est le niveau optimal. Je suis d'accord que, dans un espace monétaire unique, la stabilité financière (et la BCE émet tout de même un rapport sur la stabilité financière) doit *a priori* être gérée au niveau européen. D'un autre côté, j'ai presque envie de dire (et j'en reviens un peu au G20) que, même si une régulation européenne serait déjà un grand pas, l'espace financier est à ce point international que, dès qu'il y a des distorsions dans les régulations, il y a auto-

matiquement des distorsions dans la concurrence au niveau international. C'est d'ailleurs dans ce sens là qu'à un moment donné, tout le monde s'est mis autour de la table, avec pour objectif de définir des règles comptables qui soient communes et acceptées internationalement. Le problème est que c'est la vision anglo-saxonne qui l'a emporté, ce qui ne correspondait pas du tout à la façon de faire des entreprises européennes. On pourrait même aller jusqu'à se demander si la régulation ne doit pas se faire à un niveau supérieur. Toutefois, j'admets qu'il s'agit là d'une problématique purement politique.

Néanmoins, on voit à quel point c'était et cela demeure difficile de mener une politique monétaire unique dans l'espace de la zone euro étant donné les tensions qui apparaissent rapidement entre les pays. Il faut quand même se rappeler que, lorsque le mandat de la BCE a été défini (et je reste très attaché au respect de ce mandat parce qu'il est important pour la crédibilité de la Banque centrale qu'elle agisse dans le cadre de son mandat et ne puisse pas faire n'importe quoi), elle devait uniquement s'attacher à suivre l'évolution des prix, et surtout pas celle de la croissance. En effet, il y avait une réticence des Etats à céder des compétences nationales à un organisme supranational en matière de gestion de la croissance. C'est pourquoi il a été décidé que la politique monétaire allait exclusivement s'occuper des prix. On voit donc qu'il existe des difficultés de mise en œuvre. Je suis pour ma part entièrement d'accord, mais c'est un problème qui dépasse complètement le champ économique. Je pense vraiment que cela doit être, à un moment donné, une volonté politique. Toutefois, je me demande s'il ne s'agit pas d'un vœu pieux. C'est certainement un enjeu, mais cela me paraît tellement difficile...

QUESTION 2 :

Je voudrais m'adresser à Monsieur Defraigne. J'ai été abasourdi quand vous avez dit que, déjà en 2005 et 2006, des éléments permettaient de voir arriver la crise. Alors, comment se fait-il que le monde politique n'ait pas été interpellé ou n'ait pas réagi à temps ?

P. Defraigne : Je vous renvoie à un rapport publié fin 2007, le Bilan social de l'Union européenne, dans lequel j'ai écrit un chapitre : « L'Europe et la nécessaire régulation du capital »². Sans être un devin ni un spécialiste de la finance, j'indiquais que des signes avant-coureurs de la crise étaient perceptibles et que ce n'était qu'une question de date. Je crois que je n'étais pas le seul à le dire, mais c'est toujours la même chose... Comment arrête-t-on la musique lorsque la fête bat son plein, que les verres se vident et que les couples virevoltent ? Qui a le courage d'arrêter le juke-box et de dire : « Maintenant, c'est fini. Il est temps de rentrer chez soi » ? C'est le problème de tous les responsables : c'est trop dur de faire cela, donc personne ne le fait mais, quand la crise est là, alors on s'active.

Je voudrais quand même rebondir sur ce qu'a dit Mr Ledent parce que c'est fondamental. Quel est le niveau pertinent de régulation ? Cela dépend des sujets. Tout le monde a compris que le climat est une question mondiale, cela ne sert à rien que certains fassent des efforts et d'autres pas. En matière de commerce, de marchandises, de services, de l'investissement direct et de l'investissement productif, je crois que c'est la même chose : on a créé une économie mondiale intégrée. Est-ce vrai au niveau financier ? Moi, je dis que non, ce n'est pas vrai, c'est une fiction. Vous avez une grande partie de l'économie, celle qui va se développer le plus dans les décennies à venir, en Asie de l'Est, qui est organisée sur le mode que chérissait Keynes, à savoir : on finance avec son épargne à l'abri de contrôles des changes. Si les capitaux viennent, ils sont les bienvenus mais aux conditions du pays. On a donc quelque chose qui est très différent du schéma qui a prévalu dans l'espace atlantique.

L'espace atlantique a « oublié » d'organiser l'espace financier car cela n'avait aucun sens et était trop complexe pour des raisons purement politiques. Aujourd'hui, il ne reste plus que l'Europe. Celle-ci, je crois, nous donne le meilleur cadre possible. Je suis conscient qu'il y a des inconvénients, mais je dis simplement ceci à Monsieur Ledent : si l'Europe a ses standards, ses normes, ses systèmes, et que l'Inde, la Libye, Singapour ou un autre pays souhaite travailler avec l'Union européenne, alors il adopte les normes européennes, comme c'est souvent le cas pour les matières

² http://www.ose.be/files/publication/bilan_social/bilan07/Bilan2007_fr_TDM.pdf

commerciales, et appliquons le principe de réciprocité. Par tache d'huile, l'Europe arrivera ainsi à imposer, en quelque sorte, des normes qui, je l'espère, seront les meilleures qu'on puisse imaginer. Tandis que si l'on part du fait que c'est trop difficile et donc qu'il ne faut pas agir, on retombe au point de départ : ce sont à nouveau les marchés qui régulent les systèmes politiques plutôt que le contraire. Je crois que dans le secteur financier, à la différence du commerce, il est nécessaire de parler de cela.

QUESTION 3 :

Je voudrais poser une question complémentaire à Mr Defraigne. Je pense que dans votre débat, vous n'avez pas mis l'accent également sur le problème qu'il y a entre les fonds que la Chine détient, comme des Bons du Trésor, par rapport aux Américains... Finalement, si nous avons une régulation européenne, où va-t-on se trouver avec notre régulation européenne alors qu'on peut se demander si les Chinois vont nous suivre ?

F. Gilain : *Un petit mot de réaction de Philippe Ledent avant de redonner la parole à Pierre Defraigne ?*

P. Ledent : Je suis d'accord de dire que si les Chinois ou les Indiens veulent faire des affaires financières avec nous, ils doivent accepter les règles. Mais pourquoi ne serait-ce pas l'inverse et pourquoi les Chinois ne diraient pas aux Européens que, s'ils veulent faire des affaires avec eux, ils doivent accepter les règles imposées par la Chine ?

Donc, le problème est que, si on rentre dans une telle logique, une concurrence entre différents systèmes de règles s'installe. Ce n'est pas la voie qui a été choisie. Au contraire, on a essayé d'harmoniser afin d'avoir un seul système de règles. Etant donné que les plus forts étaient les anglo-saxons, on a pris le modèle anglo-saxon. Pour ma part, je reste assez réticent par rapport à l'idée de la coexistence de différents modèles de règles.

De plus, je suis très dubitatif au sujet de la qualité du système chinois. Il est vrai qu'ils ont des taux d'épargne très élevés, mais ils ont par ailleurs des structures bancaires et financières très fragiles. Ce n'est pas parce qu'ils n'ont pas été touchés par la crise actuelle qu'ils ont le système le plus solide. Très concrètement, les structures financières sont défaillantes (et c'est d'ailleurs un des gros problèmes de l'Asie) car ils ont un mode de développement entièrement basé sur les exportations. Ils n'arrivent pas à recycler leur surplus courant à l'intérieur de l'économie dans une dynamique interne, notamment par manque de structures de financement. C'est

précisément, parce qu'ils ne savent pas quoi faire de leur surplus courant qu'ils peuvent se permettre à la fois d'accumuler des dollars de dettes américaines, et donc notamment de maintenir leur cours de change afin de conserver cette dynamique d'exportation et également d'investir dans d'autres régions. Mais, il est clair que s'ils n'ont pas été touchés par la crise actuelle, c'est précisément parce qu'ils ont financé le surendettement américain sans toutefois en rapatrier le risque – ce risque était finalement pris par les institutions financières européennes.

P. Defraigne : En réalité, ce n'est pas si mal : ils n'ont pas acheté des subprimes, ils ont acheté des Bons du Trésor américain et ils ont fait des investissements stratégiques en Europe, en Afrique et aux Etats-Unis...

Je reconnais le mérite de leur système bien que, en effet, j'en vois également les faiblesses. Je suis d'accord avec vous : le secteur financier chinois doit se développer pour soutenir une meilleure utilisation de l'épargne et donc une baisse de celle-ci et dès lors davantage de consommation.

Je pense que le message, notamment celui du G20, va dans cette direction. Mais combien de fois n'y a-t-il pas eu des missions américaines avec Henrik Paulson pour expliquer aux Chinois qu'il était temps qu'ils ouvrent leur marché financier pour que les capitaux circulent librement, ce qu'ils ont refusé. Entre-temps, je constate qu'en cloisonnant leur marché avec leur contrôle des changes, les Chinois affichent un taux de croissance de 6% alors que le nôtre sera de 4% cette année.

E. de Callatay : Pierre, en menant ce raisonnement-là, tu ne parles que d'une partie de la réalité. Comment se fait-il qu'il y ait une telle bulle de crédit ? Il y a une bulle de crédit parce que les taux d'intérêts étaient très bas. Pourquoi les taux d'intérêts étaient-ils très bas ? Parce qu'il y avait les excédents chinois. Si on ne tient pas compte, dans le tableau général, des déficits, des déséquilibres macro-économiques que nous avons observés, je crois qu'on va donner une image biaisée de la réalité.

QUESTION 4 :

J'aimerais soumettre au jugement critique des membres du panel deux propositions de réformes assez radicales :

La première est défendue par Philippe Dembour qui est d'ailleurs un collègue de Philippe Ledent. Il propose de rendre proportionnel le coût de la garantie étatique au taux de profit, ou de *return*, des banques. Cette proposition vous paraît-elle être une proposition intéressante, désirable, voire praticable ?

La deuxième proposition va dans le même sens. Elle relève à peu près la même philosophie mais est encore beaucoup plus globale. Il s'agit d'une proposition, ou plutôt d'une réflexion, d'Emmanuel Faber, le CEO de Danone. Il dit, en quelque sorte, que nous devons renverser l'équation à laquelle sont soumises les entreprises. Selon lui, aujourd'hui, cette équation est assez claire : les entreprises doivent maximiser le profit de manière illimitée sous la contrainte du respect de la loi, pour autant que cette loi soit claire et compréhensible pour tout le monde. Pour Emmanuel Faber, il faudrait plutôt que les entreprises aient pour objectif de maximiser la contribution au bien commun sous la contrainte d'un *return* adéquat pour les actionnaires. A nouveau, cette proposition vous paraît-elle désirable et réaliste ?

F. Gilain : *Des réactions rapides là-dessus ? Etienne de Callataÿ ? Eric De Keuleneer ?*

E. De Keuleneer : Je crois également que ce serait une bonne chose que le coût de la garantie soit modulé en fonction du taux de profit. Il s'agirait de le faire varier selon divers modes, entre autres le profil de risque mais également le taux de profit. En effet, il n'est pas naturel que les banques fassent des profits qui dépassent un niveau normal car cela indique souvent un problème, un manque de concurrence ou une prise de risques exagérée.

En ce qui concerne l'autre proposition, je crois effectivement que ce sera une très bonne chose et un changement tout à fait radical, le jour où l'on pourra mesurer de façon suffisante la responsabilité sociale, ou le triple bilan social, environnemental et comptable des entreprises (ces mesures sont actuellement en cours de développement). Cependant, si l'on commençait dès aujourd'hui par définir la bonne gouvernance comme étant la capacité d'attirer des dirigeants qui soient capables de gérer une entreprise dans l'intérêt de l'entreprise sans nécessiter pour cela des incitants particuliers, je crois qu'on ferait déjà un grand progrès. Aujourd'hui, on définit trop souvent la gouvernance comme étant la bonne manière de définir les bonus qui vont maximiser l'appétit du dirigeant à maximiser le cours de la bourse. C'est là qu'on dérape depuis 15-20 ans.

F. Gilain : *Encore un élément de réaction ?*

E. de Callataÿ : Concernant la première proposition de Philippe Dembour : intellectuellement, elle me dérange. Parce que quel est son objectif ? C'est de dissuader une prise de risques excessive. On va donc regarder le résultat pour juger du volume de risques en disant « celui qui a de gros résultats, il a forcément pris beaucoup de risques » et « celui qui a de mauvais résultats, on va supposer implicitement qu'il n'a pas pris de risques ». Je ne pense pas que ce soit tout à fait correct. Je préférerais que l'on réfléchisse à d'autres manières de faire en sorte que la prise de risques soit dissuadée, plutôt qu'en fonction des résultats de l'institution financière.

Concernant la deuxième proposition, qui souhaite maximiser le bien commun sous contrainte, je ne voudrais pas vivre dans un monde où le bien commun serait déterminé par Endemol et ses autres vendeurs de bêtises télévisuelles. Je ne crois pas qu'une entreprise privée puisse déterminer en quoi que ce soit ce qu'est le bien commun. Je ne suis donc pas en faveur de ce monde où triompheraient certaines visions. Je crois qu'il vaut mieux raisonner dans le vieux schéma, le schéma de la maximisation du profit. Il n'est d'ailleurs pas ce que l'on rencontre le plus souvent en entreprise. En effet, l'entreprise, très fréquemment, ne cherche pas le dernier euro cent à grappiller. Mais là où il est plutôt nécessaire d'agir, c'est sur des lois intelligentes et des lois effectivement respectées.

F. Gilain : *Encore des questions dans la salle, Monsieur ?*

QUESTION 5 :

Je suis un peu étonné que le panel n'ait abordé que les exemples des mauvais élèves. En effet, il y a aussi des bons élèves et le Canada en est, entre autres, un excellent. Sait-on que, lors de la 1ère semaine du mois de juillet 2007, l'OFSI (qui est l'organe équivalent à la CBFA au Canada) a obligé les 5 grandes banques à regrouper 32 milliards de dollars en une seule entité et à les gérer ensemble ? Cet exemple d'action sous l'autorité de l'OFSI est d'une vérité extraordinaire. Le résultat est que, aujourd'hui, vous avez de réelles banques et non pas des banques mixtes comme chez nous. Au Canada, vous avez des banques canadiennes qui sont puissantes et tout à fait saines. Elles peuvent assumer des risques normaux sous la surveillance de l'autorité politique. C'est capital !

P. Defraigne : J'aime bien l'exemple canadien parce que vous avez raison, il y a eu durant l'été 2007, des discussions entre le gouvernement et les banquiers. Ils sont arrivés à la conclusion suivante : « nous, banquiers, nous n'allons pas acheter

des produits que nous ne comprenons pas ; nous, banquiers, nous n'allons pas vendre des produits que nous sommes incapables d'expliquer à nos clients ». Sur la base de ces deux principes simples et du mécanisme dont vous venez de parler, ils ont échappé à la crise financière et le résultat est clair. Regardez le cours du dollar canadien...

F. Gilain : *Encore des questions dans la salle ? Les toutes dernières...*

QUESTION 6 :

C'est une démarche un peu plus philosophique qui m'amène à vous poser une question fondamentale à laquelle Monsieur Defraigne a fait allusion au départ. Pensez-vous qu'une refonte fondamentale du système économique se présente à l'horizon ?

Il me semble que nous sommes aujourd'hui confrontés à un paradoxe : le rendement économique ne sert plus l'amélioration du bien-être, notamment en raison de la pression du temps consécutif aux impératifs de rendements à court terme. On ne sent plus la différence éventuelle entre le rythme requis pour avoir une maximisation du rendement à court terme et celui qui correspondrait à une augmentation du bien-être. L'économiste J. Stiglitz, entre autres, dit qu'il faudrait également avoir un indicateur du bien-être.

Ma question est donc la suivante : pensez-vous qu'une refonte du système économique se présente à l'horizon, notamment en tenant compte de ces différences de rythmes ?

E. de Callatay : Le rapport sur la mesure du progrès économique et social demandé à la Commission Stiglitz est fondamental, même s'il a sans doute été commandité de manière politiquement non-neutre (mais intelligente) par Sarkozy³. Je crois qu'on ne sait pas avoir de bonnes politiques si on n'a pas de bons instruments de mesure. Si on continue à utiliser comme indicateur de base le PIB ou le PNB, on

³ Début 2008, Nicolas Sarkozy a mis en place une « Commission sur la mesure des performances économiques et du progrès social ». Cette commission est présidée par Joseph Stiglitz (Prix Nobel d'économie en 2001) et comprend notamment quatre autres Prix Nobel. Elle était chargée d'envisager des mesures alternatives au PIB comme indicateur du progrès économique et social. Son rapport final est consultable à l'adresse : http://www.stiglitz-sen-fitoussi.fr/documents/rapport_francais.pdf

aura forcément des biais. Donc « oui » on ne peut être que d'accord !

Ce que j'aime moins dans votre intervention – qui rejoint certains éléments de l'intervention d'Eric De Keuleneer avec lesquels je n'étais pas tout à fait d'accord –, c'est que l'on sentait une sorte de nostalgie par rapport à un temps révolu en disant que « aujourd'hui on presserait l'homme comme un citron ». Je ne pense pas qu'il était tellement plus agréable d'avoir un patron il y a 150 ans que ce n'est le cas aujourd'hui. De même, je ne pense pas qu'il y a 30 ou 50 ans le banquier était sympathique et se contentait de marges raisonnables. Le consortium bancaire a vécu largement sur le dos du contribuable de manière particulièrement peu sympathique. Donc ne rêvons pas d'un âge révolu où tout le monde était gentil et se contentait d'une part raisonnable du gâteau, ce serait à mon sens un petit peu trop naïf.

QUESTION 7 :

Bonsoir à tous. Je souhaiterais faire quelques remarques.

Tout d'abord, étant moi-même comptable et gestionnaire, je crois qu'il est capital de revoir les règles comptables. De plus, les banques devraient revenir aux activités de base : le dépôt et le crédit, plus peut-être quelques autres activités qui ne portent pas atteinte à l'économie. Je ne suis également pas d'accord avec le fait que l'économie doit être basée sur la finance, je pense qu'il est possible d'avoir un autre type d'économie.

Il est également nécessaire d'arrêter les activités de spéculation qui n'apportent aucune valeur ajoutée et repenser à la valeur ajoutée qui provient uniquement du travail. Parce que je ne vois pas en quoi « *shorter* des titres⁴ » et faire ainsi des gains permet de venir dire ensuite qu'on a fait des activités et qu'on a gagné légitimement de l'argent, alors qu'il n'y a aucun véritable travail derrière cette opération.

De plus, au niveau des banques, il peut y avoir une concurrence entre les banques privées et les banques publiques qui fonctionnent bien. Je ne suis pas sûre que les banques privées soient mieux gérées que les banques publiques. Je pense no-

⁴ « Shorter un titre » signifie le vendre à découvert, c'est-à-dire vendre un titre que l'on ne possède pas encore en s'engageant à l'acheter ultérieurement. Il s'agit d'une pratique spéculative pratiquée lorsque l'on pense que le cours du titre va baisser prochainement. Elle permet de vendre le titre au cours actuel et de le racheter au cours ultérieur en réalisant ainsi un profit s'il se confirme que le cours va baisser entre le moment de la vente et de l'achat. Pratiquée de manière massive, cette pratique peut devenir auto-réalisatrice puisque les opérations de vente poussent le cours à la baisse.

tamment qu'il y a certaines banques qui viennent de licencier et du coup de réduire le nombre de personnel. Pourquoi l'Etat ne fait pas un recyclage en récupérant ces banquiers et en créant une nouvelle banque d'Etat ? Pour moi, la privatisation ne va pas nécessairement de pair avec un meilleur service. Une banque qui est privatisée, on l'a bien vu, n'a pourtant pas amélioré la qualité des services auprès du consommateur.

Il y a aussi la question de l'éducation. Il faut insister, comme on l'a dit, sur le rôle des *business schools* en ce qui concerne l'éthique, la philosophie et la morale. J'ai personnellement étudié dans une *business school*, mais à chaque fois que dans les discussions j'essayais de soulever un point concernant l'éthique ou les valeurs financières, on me disait « nous sommes désolés, mais les banques ne sont pas des œuvres philanthropiques ». Pourtant, les banques doivent être au service de la société. En ce qui concerne les *traders*, je ne vois pas pourquoi, dans les 10 millions de Belges, il n'y aurait personne qui accepterait de travailler comme *trader* en gagnant correctement sa vie mais en faisant prendre moins de risques aux banques.

F. Gilain : Voilà toute une série de pistes de réflexion... Quelqu'un veut en épingler l'une ou l'autre ?

P. Ledent : Différentes choses peut-être... Tout d'abord, comme je l'avais déjà souligné, votre intervention soulève la question de la régulation, et donc des normes comptables. Il est clair qu'elles ont eu un effet accélérant dans la crise actuelle et qu'elles correspondent à une logique bien spécifique : la logique de marché. Ce sont des règles qui s'imposent et qui, pour la plupart, stipulent qu'un bilan doit être évalué à sa valeur de marché. Evidemment, à partir du moment où il n'y a plus de marché, on fait face à un gros problème. Dans ce cas, l'évaluation ne peut se faire que suivant un modèle, ce que l'on appelle le *mark to model*. Toutefois, on a vu à quel point les modèles, qui se basent sur des probabilités, peuvent également être erronés. Il faut donc très clairement trouver des solutions à cette problématique-là.

Je souhaiterais également revenir sur un autre petit élément. Un excès de spéculation a, en effet, très certainement un effet accélérant sur la dynamique de marché. Vous savez, on parle ici d'autres choses que de l'économie. C'est très clair que la psychologie de marché devrait être bien plus enseignée. Je l'ai déjà dit, je n'ai jamais vu quelqu'un d'irrationnel, à part peut-être dans un asile de fous. L'idée d'irrationalité temporaire des marchés qui créent des bulles ne me convient donc pas. Tout ce qui s'est passé est un phénomène complètement rationnel. Cela semble peut-être étrange, mais c'est simplement parce que c'est une rationalité différente de celle que l'on suit lors du fonctionnement normal des marchés. Cela n'empêche pas que les comportements adoptés lors du développement d'une bulle soient rationnels. Keynes, dans sa théorie générale, l'avait déjà très bien expliqué en décrivant le fonc-

tionnement du marché boursier de New York (chapitre 12 de la *Théorie générale*).

S'il est donc vrai que la spéculation a certainement de très gros inconvénients, il faut reconnaître qu'elle présente malgré tout certains avantages. S'il n'y avait aucune spéculation, les marchés seraient complètement illiquides sur l'ensemble des actifs. Cela signifie que le jour où l'on souhaiterait vendre et se protéger de quelque chose, personne ne serait disposé à acheter. Imaginons qu'une entreprise sache qu'elle va recevoir 10 millions de dollars dans deux mois, mais qu'elle souhaite pour l'instant se couvrir contre le risque de change. Si le marché est illiquide, elle ne trouvera aucune contrepartie. Elle peut donc être contente qu'un spéculateur soit disposé à prendre ce risque à sa place. Par conséquent, il est vrai que les taxes permettent de mettre des grains de sable dans les rouages, mais il faut aussi de l'huile dans les rouages. L'huile, c'est aussi la spéculation. Il faut donc trouver un juste milieu.

E. De Keuleneer : Personnellement, je crois que quelques chiffres indiquent quand même qu'il y a des choses qui ne vont pas. Il faut savoir qu'aux Etats-Unis, il y a 30 ans, l'activité financière, donc l'ensemble des intermédiaires financiers, représentait à peu près 3 % du PNB. Aujourd'hui, on en est à 15 % du PNB. C'est une proportion qui, après une petite diminution au premier trimestre 2009, a recommencé à augmenter pour atteindre finalement 16 % du PNB. Cela signifie qu'il y a vraiment beaucoup de monde qui fait de la finance. Et quelque part, les Chinois observent ces Américains qui sont en train de s'acheter et de se vendre des produits qui n'existent que virtuellement. Pendant ce temps là, eux, ils fabriquent et ils accumulent. Chacun prend l'autre pour un idiot, mais il y en a un des deux qui a probablement plus raison que l'autre. Il y a donc un vrai problème dans le niveau des activités financières.

Quant à la nécessité de la spéculation pour la liquidité, je crois que c'est un débat important qu'il faut essayer de mener. C'est quand même aussi dans ce chapitre 12 que Keynes plaide pour une taxe sur les transactions. C'est là également qu'il qualifiait de « maxime la plus antisociale » le « fétichisme de la liquidité ». La liquidité est tout à fait importante, mais on doit essayer de savoir quel est le niveau adéquat.

Quant au changement de société, je crois personnellement que dans les années 1960, 1970 et 1980, les entreprises étaient gérées avec un souci de profit, mais qu'il y avait également d'autres valeurs. C'était, d'une part, le lendemain de la guerre. D'autre part, dans les années 1930, surtout aux Etats-Unis mais aussi en Europe, on avait conduit des réflexions profondes sur le fonctionnement des marchés. Si nous venons de vivre des baisses de PNB de 2-3 %, en 1930, 1931 et 1932, ces baisses étaient de l'ordre de -30 à -40 %. 20, 30, voire 40 % de la population active étaient au chômage, alors qu'il n'y avait pas d'allocation de chômage dans de nombreux pays. La crise était donc telle qu'une remise en cause fondamentale a été menée et que des règles, des interdictions et des régulations ont été mises en œuvre. Il est peut-

être temps de faire de même. Je ne crois pas, malheureusement, que ce sera suite à cette crise-ci qu'on pourra avoir le forum international qui permettrait de rebattre beaucoup de cartes. Ce qu'il faut espérer, c'est qu'on en tirera au moins un certain nombre d'enseignements, en tout cas par rapport au secteur financier.

F. Gilain : Avant de conclure, une toute dernière question...

QUESTION 8 :

Je vais être très bref... On a beaucoup parlé d'Europe. L'Europe est peut-être devenue maintenant le rêve européen, tout comme on parle du rêve américain. Cela veut dire qu'on ne pourrait pas vivre sans. Mais c'est un rêve. La crise a montré que l'on assistait à un désastre européen et que la non-coordination des sauvetages (l'exemple belge en est caricatural) illustre bien qu'il vaut mieux que chaque nation prenne ses responsabilités et se comporte en acteur responsable.

J'ai l'impression que, dans le panel de ce soir, je n'ai entendu qu'une personne parler de mesures à prendre, peut-être, en Belgique. C'est Eric De Keuleneer. Je n'ai pas entendu de projets de réforme au niveau belge. Je n'ai pas entendu comment on va faire en Belgique pour éviter que toutes nos grandes banques deviennent étrangères. Comment va-t-on faire en Belgique pour sortir du pétrin dans lequel nous sommes, notamment au niveau budgétaire, peut-être, mais pas seulement, à cause de la crise financière ?

F. Gilain : Je vois qu'Etienne de Callataÿ n'est pas du tout d'accord avec ce que vous dites...

E. de Callataÿ : Je pensais avoir dit, de manière rapide peut-être, qu'on pouvait, sans attendre aucune coordination internationale, réformer notre législation, par exemple en matière de *stock options*. De plus, je crois que, au-delà de ce petit exemple de ce que nous pouvons faire, notre fiscalité, qui est une compétence de l'Etat fédéral, mériterait d'être revisitée. On peut le faire demain matin et dans le cadre du contexte budgétaire actuel, même si, avec Philippe Ledent, je dirais qu'il ne faut pas les conditionner aux recettes immédiates que l'on pourrait en attendre.

En tout cas, le beau message de cette crise est que cela va nous forcer à faire quelques changements. C'est pénible, le coût social de cette crise est absolument astronomique, mais cela donnera peut-être une impulsion qui nous fera réformer notre fiscalité, nos régimes sociaux, qui fera qu'on sera à l'avenir moins arrogant dans un certain nombre de milieux, qu'on aura de meilleures régulations et que l'on vivra avec moins de risques. Ce qu'il faut nourrir comme espoir, c'est que toute la souffrance de ces derniers mois, de ces derniers trimestres, n'ait pas été vaine.

Conclusion

Pierre DEFRAIGNE

Pour conclure ce Forum, je souhaiterais terminer par trois remarques :

La première est que nous ne devons pas perdre de vue qu'« il ne faut jamais gaspiller une bonne crise ».

La deuxième remarque est que nous devons favoriser un système où les jeunes les plus brillants ne vont pas dans les salles de marché, mais dans les laboratoires et les start-ups pour y faire de la recherche et contribuer à l'innovation. La croissance, l'emploi, le bien-être et la qualité de vie en Europe seront bien plus élevés si nous arrivons à réduire la taille de l'industrie financière et à orienter ces meilleurs éléments vers d'autres secteurs d'activités beaucoup plus porteurs.

Enfin, troisième remarque : c'est une très bonne chose de penser à responsabiliser la Belgique, mais il est indispensable de comprendre les raisons du surplus chinois évoqué par Etienne de Callataÿ.

Pourquoi les chinois s'efforcent-ils de réaliser un surplus commercial ? Pourquoi ce pays pauvre commet-il cette aberration économique d'épargner pour le compte du pays le plus riche ? Imaginez un majordome qui déciderait de prêter de l'argent à son patron pour que celui-ci puisse lui payer ses honoraires en fin de mois. C'est un peu comme cela que fonctionne le système entre l'Amérique et la Chine. Pourquoi ?

Pour une seule raison : en 1997-1998 l'Asie a été touchée par une crise finan-

cière. La Chine a vu comment le FMI, piloté par les Américains, prenait le contrôle de certains pans de l'économie en Indonésie, en Corée et dans d'autres pays, et comment, à travers la conditionnalité du FMI, on aidait en fait des intérêts tout à fait privés, américains et, n'en doutez pas, français, anglais et autres qui se sont engouffrés dans la brèche.

Les Chinois, qui ont une mémoire historique (et on a d'ailleurs parlé tantôt de la nécessité de réintroduire des cours d'Histoire dans les facultés d'économie) se sont rappelés le temps des concessions : les nombreuses années où les Occidentaux (les Belges aussi) allaient lever les impôts eux-mêmes sur le territoire chinois. Ils se sont dit « jamais plus, mettons nous à l'abri du FMI ». En inversant la machine au prix d'un effort absurde sur la consommation pour un pays pauvre, ils ont accumulé du surplus sur le reste du monde.

Croyez-moi, cher Etienne, la vraie raison de cette anomalie réside dans le système monétaire international. Si nous avions un FMI qui fonctionnait correctement, où l'Europe ainsi que les économies émergentes joueraient leur rôle, on aurait un outil de prévention de ces déséquilibres structurels. On éviterait cette dysfonction terrible de l'économie mondiale que constitue la surépargne chinoise.

J'espère de tout coeur que ce qui a été décidé au G20, c'est-à-dire le transfert d'une partie des droits de vote de l'Europe vers la Chine et d'autres pays émergents, aboutira à créer un FMI multilatéralisé parce que, sans ce FMI-là, tout ce que nous pouvons essayer de construire au niveau européen et au niveau belge pour mieux réguler les marchés financiers ne servira à rien.

Deux leçons de crise

par Laurent de BRIEY

Nous souvenons-nous encore qu'il y a un an⁵ les prix s'envolaient à la suite de celui des matières premières ? La perspective d'un baril à 200 dollars nous rappelait que nous vivons dans un monde fini et que nous allons devoir apprendre à vivre avec des énergies chères. Nous ne parlions alors que de la perte de notre pouvoir d'achat.

Un an plus tard, nous sommes au centre de la principale crise économique depuis quatre-vingt ans. Paradoxalement, pourtant, le pouvoir d'achat d'une grande partie de la population a augmenté. L'inflation n'est plus qu'un mauvais souvenir et l'effondrement du prix du baril nous incite à remplir nos cuves à mazout et nos réservoirs de voiture avec d'autant plus d'insouciance que nous nous rappelons les prix de l'an passé. La crise, il est vrai, se manifeste par vagues successives et ne frappe pas tout le monde de la même manière. Il est encore possible aujourd'hui d'être au cœur de la tempête sans avoir le moindre cheveu mouillé.

La crise est, cependant, un redoutable professeur d'économie. Elle va nous permettre de comprendre de quelle manière une crise économique finit par affecter l'ensemble des citoyens. Elle va également nous donner un douloureux cours de politique budgétaire en imposant aux gouvernements d'arbitrer entre la volonté de soutenir l'économie pour amortir l'ampleur de la crise économique et la nécessité de retrouver, à moyen terme, au plus tard l'équilibre budgétaire.

⁵ Ce texte a été écrit en juillet 2009.

Ce sont ces deux leçons de crise – « comment la crise affecte-t-elle les citoyens ? » et « quelles sont les principales politiques budgétaires ? » – que la présente publication entend décrire.

UNE CRISE EN TROIS VAGUES

Les effets de la crise se font ressentir en trois vagues successives. La première vague fut financière. Les épargnants ont bien eu quelques moments d'inquiétude, mais, mis à part ceux de Kaupthing, le manque d'imagination aidant, ils se sont bien vite rassurés. Si des valeurs types du bon père de famille n'avaient pas été touchées, frappant des économies patiemment accumulées et des plans pensions essentiels pour leurs souscripteurs, la première vague de la crise aurait pu apparaître comme un mouvement correcteur d'inégalités de revenus trop flagrantes. La richesse relative de la majorité des personnes était alors en augmentation.

La crise financière est toutefois rapidement devenue économique. L'effondrement des marchés boursiers fait place désormais à la hausse des taux de chômage. Il ne fait pas bon aujourd'hui travailler dans le secteur financier, mais également dans l'automobile. De nombreuses PME sont, ou vont être, mises en difficulté en raison du resserrement du crédit ou de la baisse de leur commande. Les investissements et la consommation sont en berne. Mais, ici encore, seules certaines personnes sont directement touchées, celles dont l'entreprise périclité, ou qui perdent leur emploi. Les autres, pour peu qu'ils ne sentent pas leur emploi menacé, peuvent se réjouir de la stabilité retrouvée des prix.

La troisième vague, cependant, pointe à l'horizon. Cette troisième vague est budgétaire. La contraction du PIB va signifier une baisse des recettes publiques, tandis que la hausse du chômage va peser sur les dépenses publiques. Le jeu de ces « stabilisateurs automatiques » suffit à provoquer un déficit public que viennent considérablement renforcer les politiques publiques de relance de l'économie et le soutien financier apporté aux banques. Alors que nous étions engagés dans une lutte contre la montre afin de réduire le poids de la dette publique avant d'être confrontés au coût du vieillissement de la population, la dette s'envole à nouveau.

A l'heure de la formation des nouveaux gouvernements régionaux et communautaires, cette troisième vague se concrétise par la difficulté de trouver les financements nécessaires pour financer des politiques nouvelles alors qu'il s'avère déjà nécessaire de remettre en cause les politiques actuelles. Le Gouvernement fédéral, qui va devoir, pour sa part, établir les budgets pour les années 2010 et 2011, est confronté également à des déficits publics importants. Il est d'ores et déjà évident que, lorsqu'apparaîtront les premiers signes de reprise, il faudra solder les comptes

et rééquilibrer les finances publiques. Mais comment ? Augmenter les impôts, restreindre la sécurité sociale, réduire les dépenses publiques, laisser filer l'inflation afin de réduire le poids relatif de la dette... L'arsenal disponible est varié et les différentes mesures possibles n'affecteront pas les mêmes personnes. Cela redonnera tout son poids aux clivages politiques, mais il est à craindre qu'il faudra jouer sur l'ensemble de l'éventail possible de mesures. Et, cette fois, nous serons tous affectés. La véritable question sera : à quel degré ? Cela dépendra notamment du rythme auquel les gouvernements décideront de restaurer l'équilibre budgétaire et de la politique budgétaire pour laquelle ils opteront.

RELANCER L'ÉCONOMIE OU PRÉSERVER L'ÉQUILIBRE BUDGÉTAIRE ?

Confrontés à une crise économique d'une ampleur sans précédent depuis près d'un siècle, la plupart des gouvernements européens ont élaboré des plans de relance afin de soutenir l'économie en substituant les dépenses publiques aux dépenses privées défaillantes. Toutefois, à mesure que la crise s'accompagne de baisses importantes des recettes fiscales et d'une hausse des dépenses sociales, les gouvernements prennent conscience qu'ils ne seront en mesure de préserver le financement des politiques traditionnelles qu'au prix de déficits publics difficilement soutenables que vient encore aggraver le coût des mesures de relance.

Dès lors, la volonté de relancer l'économie est désormais contestée par les partisans de la rigueur budgétaire qui plaident pour un retour à l'équilibre budgétaire dans les meilleurs délais. Tolérer des déficits budgétaires signifierait, en effet, une augmentation de la dette publique et donc des charges d'intérêt dont le Gouvernement devrait s'acquitter chaque année. À mesure que ces charges d'intérêt s'alourdiraient, il serait d'autant plus difficile de retrouver l'équilibre budgétaire. Serait ainsi créé un « effet boule de neige » par lequel la dette publique s'autoalimenterait, comme ce fut le cas dans les années 80.

La crise économique nous enseigne ainsi quelles sont les trois grandes optiques budgétaires en concurrence : l'austérité, la relance et la stabilisation.

I. Une politique budgétaire pro-cyclique : l'austérité

Une politique budgétaire pro-cyclique vise un objectif de solde budgétaire indépendant de la conjoncture, en principe l'équilibre budgétaire. Lorsque la conjoncture est bonne, le Gouvernement peut se permettre de dépenser davantage. En période de crise économique par contre, la baisse des recettes doit être

compensée par une réduction des dépenses ou la création de nouvelles recettes. Une telle politique budgétaire conduit donc à la mise en œuvre d'une politique d'austérité lors des crises économiques.

Cette politique a pour elle un bon sens apparent : on ne dépense pas l'argent que l'on ne possède pas. Les principaux arguments en faveur d'une telle politique en Belgique résident dans notre taux d'endettement élevé et la nécessité d'anticiper le choc du vieillissement de la population. Les difficultés conjoncturelles actuelles, aussi importantes soient-elles, ne doivent pas nous détourner du défi structurel que représente l'impact du vieillissement de la population. Afin d'anticiper le coût du vieillissement en finançant un Fond d'avenir, le Gouvernement fédéral avait d'ailleurs défini une trajectoire pluriannuelle qui prévoyait un surplus budgétaire pour cette année. Le maintien de l'équilibre budgétaire peut donc être perçu comme un strict minimum.

De plus, il est indispensable d'adopter un même type de politique budgétaire en haute et en basse conjoncture. Or les gouvernements précédents ont adopté une politique budgétaire relativement pro-cyclique alors qu'ils étaient en haute conjoncture. Cela signifie qu'ils n'ont pas profité de la haute conjoncture pour dégager des marges suffisantes pour mener aujourd'hui une politique contra-cyclique. Ils devraient donc continuer à mener aujourd'hui une politique budgétaire pro-cyclique : diminuer les dépenses et augmenter les recettes. Une telle politique risque, cependant, de renforcer l'ampleur de la crise et fait peser sur les citoyens les plus fragilisés ses conséquences sociales.

2. Une politique budgétaire contra-cyclique : la relance « keynésienne »

C'est pourquoi le Gouvernement peut, légitimement, préférer opter pour une politique de relance. Une telle politique est, généralement, qualifiée de « keynésienne » en référence à l'économiste britannique Keynes qui préconisait de combattre les récessions en réduisant la pression fiscale ou en augmentant les dépenses publiques. Le but est de soutenir la demande, directement par les investissements et la consommation publics, indirectement en soutenant le pouvoir d'achat des citoyens. Les entreprises produisent davantage, engagent de nouveaux travailleurs et augmentent leur profit, ce qui, en retour, nourrit les recettes publiques, renforce le pouvoir d'achat et soutient la consommation privée. Une augmentation des dépenses publiques va ainsi venir affecter la croissance du PIB avec un effet multiplicateur.

Toutefois, pour qu'une telle politique soit efficace, il faut que l'effet multiplicateur (« le multiplicateur keynésien ») soit supérieur à 1, c'est-à-dire qu'à une augmentation des dépenses publiques de 1% corresponde une augmentation du PIB supé-

rieure à 1% - ce qui n'est pas garanti. A court terme, seules les mesures portant sur des biens et services, plutôt que sur les taxes et les transferts, ont généralement un effet multiplicateur supérieur à 1. De plus, le multiplicateur est plus faible lorsque la pression fiscale et parafiscale est forte, comme en Belgique. Enfin, dans une économie ouverte, une relance de la demande ne signifie plus nécessairement une hausse de la production locale, mais peut se traduire par une hausse des importations déséquilibrant la balance commerciale (l'équilibre entre les importations et les exportations).

Au-delà de ces arguments relatifs à l'efficacité d'une politique de relance, c'est surtout l'ampleur du déficit budgétaire qui constitue l'objection la plus forte. Si elles permettent d'atténuer les effets à court terme de la crise, les mesures de relance ont un coût qui devra être supporté à moyen terme. Or, demain, l'impact économique du vieillissement de la population et du réchauffement climatique représentera déjà des charges très importantes.

3. Une politique budgétaire neutre : les stabilisateurs automatiques

Enfin, lors d'une crise économique, un gouvernement peut s'abstenir de prendre des mesures d'austérité sans pour autant chercher à relancer l'économie en augmentant les dépenses publiques. En maintenant inchangées ses politiques face à un choc économique, il laisse jouer les « stabilisateurs automatiques » : la baisse de rentrées fiscales et la hausse des prestations sociales (allocations de chômage notamment) engendrées par la crise économique vont engendrer un déficit public. Ce déficit viendra « stabiliser automatiquement » l'économie en soutenant l'activité et en atténuant la baisse de la croissance. Au moment de la reprise, les stabilisateurs automatiques pourront jouer dans l'autre sens et favoriser l'apparition d'un surplus budgétaire compensant le déficit réalisé précédemment.

Cette politique a l'avantage de la simplicité et peut constituer un compromis entre les partisans de l'austérité budgétaire et ceux d'une relance économique. Son efficacité dépend, toutefois, essentiellement de la durée et de l'ampleur de la crise. Le jeu des stabilisateurs automatiques ne peut qu'atténuer la récession. Si celle-ci est trop forte, ces effets sociaux seront tels que le Gouvernement n'aura politiquement pas d'autres alternatives que de prendre des mesures soutenant les revenus, la croissance et l'emploi. De plus, si la crise est longue, la hausse du chômage peut devenir structurelle et persister une fois la reprise survenue. Enfin, une telle politique de stabilisation conduit à des déficits publics qui ne sont pas soutenables durablement, même s'ils sont moins importants que ceux provoqués par une politique de relance.

ALLIER RELANCE DE L'ÉCONOMIE ET INVESTISSEMENTS STRUCTURELS

Le choix entre ces trois types de politique budgétaire est un choix éminemment politique qui déterminera non seulement qui sera le plus affecté par la crise économique, mais aussi quand le coût de celle-ci sera pleinement assumé. Si les implications sociales de la crise comme la volonté d'éviter que celle-ci s'aggrave invitent à privilégier une politique de relance, cela signifie non seulement accepter, mais également renforcer le déficit budgétaire. Or, il importe d'éviter de répéter les erreurs des années 70 et de provoquer un effet boule de neige qui fera remonter la dette publique à un niveau insoutenable. Par ailleurs, les réponses conjoncturelles apportées à la crise ne doivent pas nous détourner de la nécessité de réaliser des réformes structurelles.

La recherche d'un compromis entre ces différents objectifs et contraintes ne doit pas nécessairement conduire à privilégier une politique budgétaire reposant sur le libre jeu des stabilisateurs automatiques. Une telle politique constituerait, en définitive, une sorte de choix par défaut en raison de la conjonction de l'impossibilité budgétaire de mettre en œuvre une réelle politique de relance et de l'impossibilité sociale et politique d'adopter des mesures d'austérité. La crise nous invite cependant à rechercher une voie alternative en alliant relance de l'économie et investissements structurels.

Comme nous l'avons vu, classiquement, les politiques de relance sont justifiées par la volonté de soutenir la demande de consommation. Ce n'est pas tant la nature de la dépense que le fait de dépenser – et par cette voie de relancer l'activité économique – qui importe. Par contraste, au vu du contexte budgétaire et des défis structurels auxquels nous devons faire face, les seules mesures de relances économiques acceptables aujourd'hui sont des investissements publics qui ne se justifient pas tant par leur capacité à soutenir la demande que par leur impact structurel sur la croissance. La logique sous-jacente doit donc être moins celle d'un plan de relance keynésien classique que la volonté de profiter de l'opportunité politique créée par la crise pour renforcer une politique de réforme structurelle.

Plus précisément, les investissements envisagés afin de relancer l'économie doivent contribuer à répondre aux deux principaux défis auxquels notre économie va devoir structurellement faire face : le choc démographique et les contraintes environnementales. Il faut donc privilégier des investissements susceptibles, d'une part, d'améliorer la productivité du travail, le niveau des qualifications des travailleurs (la formation et la recherche) et, d'autre part, de renforcer notre efficacité énergétique et de réduire nos coûts environnementaux. Il importe également de développer les services aux personnes. Le vieillissement de la population rendra, en effet, non

seulement nécessaire une augmentation considérable des services aux personnes rendues dépendantes par l'âge, mais également une augmentation du taux d'emploi qui ne sera possible que si les travailleurs, et les familles en particulier, peuvent compter sur des services accrus.

Ce sont là précisément les objectifs du Plan Marshall 2. vert qui constitue l'axe du nouvel accord de majorité wallon. La meilleure réponse à la crise consistant à préparer l'après-crise, ce Plan entend soutenir la réorientation de notre économie vers les secteurs de demain et investir massivement dans ce qui assurera notre dynamique économique : le capital humain, le développement durable et les services aux personnes. La capacité de ce plan à prendre en compte la nécessité de faire face au vieillissement de la population et la lutte contre le réchauffement climatique justifie qu'il soit mis en œuvre en dépit des déficits publics qu'il induira. C'est parce qu'il allie relance de l'économie et investissements structurels qu'il ne doit pas être sacrifié sur l'autel de l'austérité budgétaire.

Faire de la crise grecque un progrès pour l'Eurozone

par Vanessa MATZ,
Sénatrice et Présidente de la Commission d'avis européen du Sénat

La crise grecque révèle les faiblesses structurelles et institutionnelles de l'Eurozone. La solution qui lui sera apportée nous concerne donc au premier chef. La responsabilité de la Belgique, à travers l'exercice de la Présidence européenne, celle collective des Chefs d'Etat et de Gouvernement pour la plupart affiliés au PPE et celle du Président permanent du Conseil européen, désormais au cœur du dispositif institutionnel européen, seront décisives. L'efficacité et la légitimité de l'Europe par rapport au citoyen se jouent ici. D'un côté la Grèce, il est vrai, a multiplié les errements : économie au noir massive, abus des cartes de crédit, évasion fiscale généralisée conduisant à des déficits budgétaires structurels et à une dette publique énorme. Son crédit d'Etat souverain est aujourd'hui remis en question par les marchés financiers. Ceux-ci, gorgés des liquidités déversées par la BCE et la FED depuis la crise bancaire de 2008, sont à la recherche de meilleures rémunérations. Un moyen de faire hausser – jusqu'à plus de 3% au-dessus des taux allemands – les primes de risque sur la dette publique d'un pays imprudent réduit à recourir massivement à l'emprunt, est d'éveiller un doute sur sa solvabilité, pourtant une hypothèse d'école. La crise grecque est donc le produit d'une mauvaise gestion et d'un traquenard de la finance globale.

L'UE peut-elle sortir la Grèce d'affaire, sans l'exonérer pour autant de sa responsabilité, en contrecarrant la manœuvre des marchés ? La question ne se pose que du fait de la participation de la Grèce à l'Eurozone où elle aurait été admise sur la foi de statistiques financières manipulées. Si la Grèce avait conservé le drachme, elle ferait appel au FMI qui, en contrepartie de son assistance financière, lui imposerait un plan

de redressement sévère comportant la dépréciation de sa monnaie. Mais voilà, la Grèce fait partie de l'Eurozone, ce qui comporte des avantages et des contraintes et la met face à un paradoxe. L'euro en diminuant les coûts de transaction et le risque de change a facilité aux Grecs le commerce avec leurs partenaires et la mobilité des personnes, avantage non négligeable pour une destination touristique ; en outre, il a contenu l'inflation. Mais l'euro a aussi eu des effets pervers. En mettant la monnaie à l'abri d'une dépréciation, il a donné lieu à un double aléa moral : l'Etat s'est endetté impunément et la perte de compétitivité a été camouflée. Au moment où les marchés dévoilent les turpitudes grecques autorisées par l'euro, et facilitées par le défaut de surveillance rigoureuse de la Commission sur la qualité des statistiques financières helléniques, l'Eurozone révèle aussi son impuissance à voler à la rescousse d'un Etat fautif certes, mais dont la défaillance met l'euro à mal et pourrait, par un effet de dominos, compromettre son intégrité. L'impuissance de l'Eurozone tient à la fois à ce qu'elle ne dispose pas d'un budget propre et que le Traité de Lisbonne lui interdit d'agir, précisément pour ne pas faire supporter par les autres Membres de la zone euro les conséquences de la mauvaise gestion d'un Etat. L'Union économique et monétaire dévoile ainsi ses limites originelles. Rassemblant des économies assez disparates, plus interdépendantes qu'intégrées, l'Eurozone ne dispose pas de la boîte à outils d'une puissance monétaire souveraine : budget fédéral, policy-mix complet, articulation entre politique macroéconomique et marché de l'emploi, fiscalité unifiée. Pourtant ses membres confrontés à des chocs économiques asymétriques, mais soumis au même taux d'intérêt et au même taux de change, ont besoin d'une forte solidarité pour sauvegarder l'unité de la zone. Cette solidarité doit avoir pour contrepartie une forte discipline de manière à prévenir tout aléa moral. Pour assurer solidarité et discipline au-dedans et expression commune au-dehors, l'Eurozone doit donc se transformer. Conçue et gérée exclusivement pour le beau temps, mais désormais entrée dans la zone des quarantièmes rugissants, l'Eurozone devra se réformer pour ne pas se disloquer sous la double pression de la crise et de la spéculation financière.

Faute d'instruments adéquats disponibles, c'est au Conseil européen sous la Présidence d'Herman Van Rompuy, seul habilité à le faire, qu'il appartient de trouver au cas par cas, sous la contrainte très forte d'un consensus à 27, les solutions ad hoc que l'urgence appelle. A défaut, la direction de l'Eurozone serait le fait d'un directoire dominé par l'Allemagne qui retrouverait ainsi la prééminence qui était la sienne dans le SME. Mais, fort heureusement, le 11 février, le Conseil européen, venant à bout des réticences allemandes, a donné le feu vert à l'Ecofin pour finaliser un paquet financier ad hoc pour le 16 mars. Celui-ci consistera sans doute en prêts bilatéraux et/ou en garanties offertes par les Etats membres de l'Eurozone individuellement, mais coordonnés par l'Eurogroupe.

Le choix de passer outre le prescrit formel du Traité crée un précédent et

enclenche une dynamique qu'il s'agit maintenant d'alimenter par des formules plus robustes et d'une autre envergure. Car d'autres cas se présenteront, n'en doutons pas : tantôt il s'agira d'autres Etats endettés, tantôt d'Etats confrontés à un chômage structurel d'une telle ampleur que la déflation salariale requise pour rétablir leur compétitivité s'avèrera socialement intolérable et politiquement explosive. Sans sursaut politique, l'unité de l'Eurozone est à la merci de la crise.

Les stratégies de sortie de crise visant à retrouver la maîtrise de l'endettement public en vue du financement des retraites, et à placer nos économies sur des trajectoires énergétiques et environnementales soutenables, sans imposer des sacrifices sociaux injustes et trop lourds, vont nécessiter des transformations profondes des économies européennes : assainir réellement nos banques pour les mettre en mesure de prêter à nouveau aux entreprises, notamment aux PME, à des taux plus raisonnables ; instaurer un système de régulation et de supervision financières qui en finissent avec la balkanisation du marché des services financiers ; réallouer les ressources en capital et en hommes de la finance hypertrophiée vers l'innovation technologique, dorénavant principale source des gains de productivité et partant de compétitivité ; alléger la fiscalité du travail pour augmenter l'emploi ; harmoniser l'impôt des sociétés pour en finir avec l'écart de taxation effective entre très grandes entreprises et PME, entre capital et travail ; veiller à un retour à la mesure dans les écarts de rémunérations pour soutenir la demande ; promouvoir le financement européen de l'effort de recherche-développement, notamment dans les domaines des énergies nouvelles, de l'espace et de la défense.

Ces réformes au niveau communautaire, doublées de réformes cohérentes au niveau national, sont nécessaires pour approfondir l'intégration et la convergence, paradoxalement deux conditions préalables au renforcement progressif de la solidarité. Ainsi dotée d'une gouvernance économique qui couvrirait la monnaie, la finance et la fiscalité du capital, la zone euro gagnerait en robustesse et en dynamisme. Elle serait en mesure de s'exprimer d'une seule voix au FMI ou au Comité de Bâle, et de peser dans la négociation d'un rapport de change approprié avec le dollar et le remnibi, mettant l'euro à l'abri de dévaluations compétitives de la part de ses grands partenaires et de leurs monnaies satellites.

Nous n'en sommes aujourd'hui qu'à mi-chemin de la véritable Eurozone dont l'Europe a besoin : la percée de la politique monétaire unique a été un succès mais il reste, dans un contexte difficile, à consolider la construction laissée par le Traité de Maastricht. Un grand chantier d'achèvement n'est toutefois pas concevable aujourd'hui, car l'élan politique fait défaut. Nous sommes donc astreints à une démarche pas à pas. Un fil rouge est cependant nécessaire et des impulsions exploitant tous les accidents du terrain sont indispensables. C'est le rôle de la Commission européenne d'alimenter le processus. Mais c'est celui du Président permanent et

des Présidences tournantes de lui donner la légitimité nécessaire pour oser des initiatives ambitieuses.

Les Commissions d'avis européen de la Chambre et du Sénat supporteront les efforts du gouvernement dans l'ambition d'une Présidence européenne imaginative et audacieuse, à la mesure des redoutables défis du moment. Le besoin est évident, l'occasion est là, la Belgique doit oser. C'est à l'aune de l'Histoire que seront jugées la dernière Présidence belge avant 2025 et la première Présidence permanente du Conseil européen, dévolue à un Belge.

Editeurs responsables:
Laurent de BRIEY et Sylvie ROBERTI
Rue des Deux Eglises, 45
1000 Bruxelles