

*Vincent Dujardin, Yves De Cordt,
Rafael Costa & Virginie de Moriamé (dir.)*

*La crise économique
et financière
de 2008-2009*

L'entrée dans le 21^e siècle ?



La crise économique et financière de 2008-2009 soulève une série de questions d'importance majeure. Comment le monde a-t-il fait face aux crises précédentes ? La crise doit-elle remettre sensiblement en cause l'organisation actuelle du système financier international ? Les médias se sont-ils cantonnés dans un rôle d'information ou ont-ils joué un rôle d'acteur ? Que penser des plans de sauvetage des diverses institutions, en Belgique et dans le monde ? Peut-on parler d'un manque de régulation des marchés et des institutions financières ou d'une mauvaise régulation ? Quel rôle imaginer pour les États et les organismes internationaux dans la vie économique ? La crise va-t-elle conduire à plus d'Europe ou ouvrira-t-elle une réflexion globale sur la place de l'humain dans l'économie ? Enfin, dira-t-on demain que l'entrée dans le 21^e siècle s'est faite à l'automne 2008 ?

Il apparaît, au vu des multiples facettes d'une problématique aussi complexe, que l'analyse de la crise financière et de ses conséquences appelle une approche interdisciplinaire. Cet ouvrage relève ce défi et rassemble les contributions d'économistes, de juristes, de politologues, d'historiens et de spécialistes du monde des médias qui ont accepté de débattre ensemble du sujet lors d'un colloque tenu à Louvain-la-Neuve les 7 et 8 mai 2009.

Vincent Dujardin est chercheur qualifié du FRS-FNRS et professeur d'histoire à l'Université catholique de Louvain (UCL) où il préside l'Institut d'études européennes. Il est aussi professeur invité à l'Université Jagelone de Cracovie et aux FUCaM. Ses recherches portent sur l'histoire de la Belgique, de la construction européenne, du Congo et des relations internationales.

Yves De Cordt est professeur à l'UCL, président du CRIDES-Jean Renauld, rédacteur en chef de la *Revue pratique des sociétés* et de la *Revue de droit international et de droit comparé* et co-président du Conseil académique de Guberna. Il est l'auteur de nombreuses publications et, notamment, de l'ouvrage *L'égalité entre actionnaires*, pour lequel il a reçu le Prix triennal Pierre Coppens.

Rafael Costa est économiste et démographe. Il est assistant d'économie à l'Institut d'études européennes de l'UCL et poursuit un doctorat en démographie dans la même institution. Ses recherches portent sur l'organisation spatiale des comportements des populations.

Virginie de Moriamé est assistante à l'Institut d'études européennes de l'UCL. Elle réalise une thèse de doctorat sur les usages du passé colonial dans la politique étrangère de l'Union européenne à l'UCL et à l'Université du Luxembourg.



La crise économique et financière de 2008-2009

L'entrée dans le 2^e siècle ?



P.I.E. Peter Lang

Bruxelles • Bern • Berlin • Frankfurt am Main • New York • Oxford • Wien

Vincent DUJARDIN, Yves DE CORDT,
Rafael COSTA & Virginie de MORIAME (dir.)

La crise économique et financière de 2008-2009

L'entrée dans le 2^e siècle ?

"Relations financières internationales"
n° 3

Le colloque dont cet ouvrage est issu a été organisé par l'Institut d'études européennes de l'Université catholique de Louvain, avec le soutien du Centre Jean Renault, de la Louvain School of Management, du Journal *L'Echo*, du Fonds national de la recherche scientifique, de Linklaters, Eubelius et Philippe & Partners, de la Fondation internationale Triffm/Compagnia di San Paolo, de la Faculté de philosophie et lettres, de l'Observatoire du récit médiatique et du Département des sciences politiques et sociales de l'UCL.

Toute représentation ou reproduction intégrale ou partielle faite par quelque procédé que ce soit, sans le consentement de l'éditeur ou de ses ayants droit, est illicite. Tous droits réservés.

P.I.E. PETER LANG S.A.
Editions scientifiques internationales
Bruxelles, 2010
1 avenue Maurice, B-1050 Bruxelles, Belgique
www.peterlang.com ; info@peterlang.com
Imprime en Allemagne

ISSN 1377-5669
ISBN 978-3-0352-6029-8
D/2010/5678/01

Information bibliographique publiée par « Die Deutsche Nationalbibliothek »
« Die Deutsche Nationalbibliothek » répertorie cette publication dans la « Deutsche Nationalbibliografie » ; les données bibliographiques détaillées sont disponibles sur le site
<<http://dnb.d-nb.de>>.

Table des matières

Avant-propos	11
<i>Bernard Coulie</i>	
Avant-propos	15
<i>Martine Maelschalek</i>	
INTRODUCTION. La crise économique et financière de 2008-2009.	
L'entrée dans le 21^e siècle ?	19
<i>Vincent Dujardin</i>	

PREMIÈRE PARTIE

MISE EN PERSPECTIVE DE LA CRISE ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE DE 2008-2009

The Specificity of the Current Crisis	25
<i>Alexandre Lamfalussy</i>	
Causes, effets et leçons de la crise financière	35
<i>Jean De Ruyt</i>	
La crise financière de 2008.	
Une perspective historique	41
<i>Youssef Cassis</i>	
La faute à Voltaire ou à Rousseau ? La responsabilité des banques et des autorités dans la crise financière	53
<i>Étienne de Callatay</i>	
La crise économique et financière. Pour une régulation entre la légalité et l'opportunité économique	71
<i>Bernard Remiche</i>	
Pourquoi les médias n'ont-ils rien vu venir ?	81
<i>Marc Lits</i>	

DEUXIÈME PARTIE
QUELQUES REPÈRES HISTORIQUES

Les interventions de crise de l'État belge durant la grande dépression	95
<i>Michel Dumoulin</i>	
Contrôler sans nationaliser. Le contrôle bancaire en Belgique de 1935 à 1974	107
<i>Jean-Louis Moreau</i>	
Les relations bancaires franco-belges au 20^e siècle. Une mise en perspective historique	121
<i>Éric Bussière</i>	
Les origines du système institutionnel de régulation des valeurs mobilières aux États-Unis	133
<i>Olivier Maiscoq</i>	
Du démantèlement de l'intervention de l'État à la crise financière des <i>subprimes</i>. Mythe et réalité du modèle américain	147
<i>Jean-Christophe Defraigne</i>	

TROISIÈME PARTIE
LA RÉGULATION DES SOCIÉTÉS COTÉES ET DU SECTEUR FINANCIER
AUX NIVEAUX NATIONAL ET EUROPÉEN

Crise financière et crise multiple. La gouvernance globale et l'intervention de l'État.....	177
<i>Pierre Vercauteren</i>	
Réguler ou laisser faire ? Les options ouvertes aux gouvernements et aux institutions à la suite de la crise internationale	195
<i>Paul Nihoul</i>	
Le droit des sociétés cotées. Questions d'équilibre	213
<i>Yves De Cordt</i>	
L'équilibre entre droit des sociétés fermées et droit des sociétés ouvertes. L'exemple du droit français	229
<i>Alain Pietrancosta</i>	
Régulation et réglementation	249
<i>Philippe Lambrecht</i>	

Brèves réflexions sur les normes européennes	259
<i>Denis Philippe</i>	
Crise, produits financiers et information.	
Quelques réflexions	265
<i>Matthieu Duplat</i>	
La crise bancaire et financière actuelle. Déficiences et perspectives de réformes du droit bancaire et financier européen	273
<i>Philippe-Emmanuel Partsch</i>	
Une coordination renforcée dans la régulation multiniveaux des marchés financiers. Réflexions sur le modèle institutionnel mis en place suite au rapport Lamfalussy	291
<i>Christian de Visscher</i>	

QUATRIÈME PARTIE
LA DIMENSION INTERNATIONALE DE LA CRISE

Considérations accessoires sur les bulles boursières	305
<i>Bruno Colmant</i>	
Le rôle des monnaies et des dettes souveraines dans l'émergence de nouveaux équilibres mondiaux suite à la crise financière	315
<i>Philippe Ledent</i>	
Le rôle de la Banque des Règlements Internationaux dans la crise et le système de régulation international	327
<i>Pierre Panchaud</i>	

CINQUIÈME PARTIE
RÉFLEXIONS SUR LA CRISE ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Why Should We Have Listened Better to Robert Triffin?	343
<i>Jan Joost Teunissen</i>	
Une crise dont les causes sont existentielles.	
Le rôle de l'angoisse dans la financiarisation.....	353
<i>Christian Arnsperger</i>	
La crise, quelle crise ?	363
<i>Robert Wtterwulghe</i>	
Sortie de crise. Relance ou changement de cap ?.....	377
<i>Isabelle Cassiers</i>	

Avant-propos

Bernard COULIE¹

Chers Collegues,

Mesdames, Messieurs,

C'est un grand plaisir pour moi de pouvoir ouvrir ce colloque consacré à l'analyse de la crise économique et financière que nous traversons tous. Je vous remercie d'avoir répondu si nombreux à l'invitation de l'Institut d'études européennes de l'UCL et de son président, le professeur Vincent Dujardin. Je saisis cette occasion pour le remercier, ainsi que l'ensemble des membres et de l'équipe de l'Institut d'études européennes, pour l'organisation de ce colloque. J'associe à ces remerciements les différents partenaires de ce colloque ; leur soutien est un témoignage de confiance envers notre université, et je leur en suis très reconnaissant.

Le titre du colloque pose une question qui peut paraître déroutante : cette crise marque-t-elle l'entrée dans le 21^e siècle ?

Pendant tout un temps, beaucoup ont cru que l'entrée dans le 21^e siècle, c'est-à-dire le passage à l'an 2000, se traduirait par un énorme « bug » informatique. Les Cassandre nous annonçaient l'Apocalypse — si je puis ainsi mêler deux traditions, l'épopée homérique grecque et le message chrétien.

Cela étant, le passage à l'an mil avait suscité les mêmes craintes, informatique en moins, et avait donné naissance à des courants prédisant toutes sortes de catastrophes à cette occasion, et appelés pour cette raison courants « millénaristes ». Lorsqu'il s'agit de prédire le pire, il est toujours aisé de voir dans chaque difficulté un signe avant-coureur de la catastrophe finale.

Que révèle cette crise sur le fonctionnement de notre société, et qu'annonce-t-elle réellement ? Répondre à cette question requiert bien

Bernard Coulie est professeur à l'Université catholique de Louvain et Recteur honoraire de cette même université. Ce discours a été prononcé lors de l'inauguration du colloque sur la crise économique et financière qui s'est tenu à Louvain-la-Neuve les 7 et 8 mai 2009.

des compétences et des angles de vues différents, à la mesure même de la crise économique et financière elle-même, qui est à multiples facettes.

L'université a un rôle à jouer dans l'étude de ce phénomène, pour deux raisons principales :

- elle peut apporter une approche critique et une prise de recul par rapport à l'imédiateté du phénomène ;
- elle peut aussi faire appel à des expertises multiples, présentes au sein de l'université ou autour d'elle, et c'est bien ce que votre présence aujourd'hui incarne.

De ce point de vue, l'Institut d'études européennes, de par son caractère interdisciplinaire, renforcé encore par son ouverture à l'échelle de l'Académie Louvain, est le lieu idéal pour croiser les points de vue et essayer de faire converger les analyses, dans le cadre d'une approche critique de la crise.

Reconnaissons que l'approche critique n'est pas superflue.

La crise a été telle qu'elle a suscité un désarroi, bien légitime, qui a conduit certains à des jugements peut-être un peu rapides. N'avons-nous pas entendu certains prêcher la fin du capitalisme, la fin du libéralisme, la fin de l'économie de marché, prédications assorties de jugements moraux qui en général n'ont pas d'autre portée que celle du discours politique à court terme.

Comme l'a bien rappelé récemment, dans une interview donnée dans le journal *Le Soir* (2-3 mai 2009), le philosophe français André Comte-Sponville, ce ne sont pas les systèmes économiques qui sont moraux ou immoraux, ce sont les comportements des individus.

Si la crise est systémique, c'est moins le système qui est en cause que les déviations ou les absences de sa régulation : excès, rôle du virtuel et court-termisme sont devenus les traits distinctifs de notre société contemporaine.

C'est bien pour lutter contre ces traits qu'une approche universitaire a du sens.

Au court terme, l'université préfère les analyses à long terme parce qu'elle est elle-même une institution dont la mission consiste à former les générations futures et à créer des connaissances pour répondre aux besoins de ces générations, non pas ici et maintenant (« hic et nunc »), mais partout et demain.

Pour autant, la priorité accordée à l'analyse à long terme ne s'apparente pas facilement à une prédiction du futur. Prédire l'avenir relève du travail des oracles, des devins, haruspices et autres prophètes. C'est rarement une attitude scientifique. Dégager une vision d'avenir

repose moins sur le don de voyance que sur la capacité à analyser et comprendre les dynamiques et les évolutions en jeu aujourd'hui, et sur la capacité à identifier des conséquences possibles. Être visionnaire, ce n'est pas prédire l'avenir, c'est d'abord comprendre le présent, mais le comprendre en profondeur et dans toute sa complexité.

C'est bien là aussi qu'une approche universitaire a du sens.

Parce qu'elle s'ancre dans la durée, l'approche universitaire se gardera aussi de prédire le déclin de l'Occident. Les anciens Grecs, déjà, il y a plus de deux mille cinq cents ans, déploraient la perte de l'âge d'or et la lente mais inéluctable descente vers l'âge d'argent et l'âge d'airain. À en juger par la crise actuelle, j'aurais tendance à dire que nous en sommes encore à l'âge sinon d'argent, en tout cas de l'argent. L'enjeu est bien plus de se demander comment construire du neuf, c'est-à-dire un nouveau mode d'organisation de la société, avec des nouvelles réglementations et de nouvelles gouvernances. Il y a toujours un âge d'or devant soi, si l'on veut bien s'en donner la peine.

Dans la construction de ce monde, la formation et l'innovation joueront un rôle capital. C'est là aussi que les universités ont une responsabilité à assumer et une place à prendre. Peut-être pas les universités telles que nous les connaissons traditionnellement en Europe, mais des universités beaucoup plus flexibles, adaptatives, réactives aux changements, plus en phase avec d'autres acteurs de la société comme les entreprises. Il y a toujours un âge d'or devant elles pour les universités, pour peu qu'elles regardent l'avenir avec confiance et volontarisme.

Mais cela, c'est une autre histoire...

Au nom de l'Université catholique de Louvain, je vous souhaite à toutes et à tous un colloque qui soit une rencontre fructueuse et un enrichissement intellectuel.

Avant-propos

Martine MAELSCHALCK'

Mesdames, Messieurs,

Je suis tres heureuse que *L'Echo* puisse apporter sa modeste contribution à ce colloque international, et en meme temps je suis tres honoree d'etre à cette tribune, apres deux orateurs prestigieux et avant bien d'autres qui le seront tout autant.

Je vous propose donc, si vous le voulez bien, de vous donner, avec un peu de recul, mes impressions sur cette crise, vue depuis la redaction d'un journal. Je sais que vous aurez tout à l'heure un expose sur le rôle des medias dans la crise, mais ce que je voudrais tenter de faire ici, c'est plutôt de vous dire ce que la crise financiere a aussi change dans notre maniere de voir et de faire notre metier de journalistes. Car, dans une crise comme celle-là, ce sont un peu tous nos automatismes, toutes nos certitudes qui sont remis en question.

Tout d'abord, et c'est un reproche qu'on nous a souvent fait sur les forums internet, qui sont un peu les Cafes du Commerce d'aujourd'hui, la presse, en effet, n'a pas vu arriver cette crise. Elle n'a rien vu venir. Ou pas grand-chose en tout cas. Mais on ne va tout de meme pas reprocher à la presse de ne pas avoir pu predire la crise des *subprimes*, ou la faillite de Lehman Brothers, ou meme que Fortis courait à la catastrophe... alors que les plus grands specialistes, les banquiers d'affaires, les autorites de contrôle, les banques centrales, n'avaient rien vu venir. Ou en tout cas, ne s'attendaient pas au cataclysmes qui s'est finalement produit. D'ailleurs, quand des voix discordantes se sont fait entendre, qui predisaient que nous dansions sur un volcan, la presse en a fait echo — sans jeu de mots. Mais ces voix dissonantes, il faut bien dire que dans l'euphorie des annees 2006 ou 2007, personne n'avait vraiment envie de les entendre. Tout comme chez Fortis, les employes qui criaient au loup, on les a gentiment pries de se taire.

Martine Maelschalck est redactrice en chef du quotidien economique et financier *L'Echo*. Ce discours a ete prononce lors de l'inauguration du colloque sur la crise economique et financiere qui s'est tenu à Louvain-la-Neuve les 7 et 8 mai 2009.

On peut dire beaucoup de choses sur la formation des journalistes dans les écoles de journalisme en Belgique et singulièrement sur la formation aux matières économiques (et à mon sens on n'a pas tort, cette partie de la formation est largement insuffisante et souvent orientée), mais là, de toute façon, on était clairement dans un niveau de complexité qui nous dépassait.

Cela dit, c'est sans doute dans des moments comme ceux-là que tous les journalistes perçoivent le mieux la finalité de leur métier, le rôle que nous avons à jouer, en tant qu'organe de presse. Face à ce phénomène violent, compliqué, et surtout pas facile à expliquer, le grand public comptait sur nous pour analyser, prendre du recul, répondre aux questions que tout le monde se posait. Donner des clés pour comprendre. Faire preuve de pédagogie. Pour la première fois depuis très longtemps, le grand public, le très grand public, s'est mis à s'intéresser à l'économie. Ce sont surtout ces gens-là qu'il fallait, non pas rassurer directement, mais informer pour éviter qu'ils ne paniquent. Et je peux vous dire que c'est une préoccupation que nous avons sans cesse eue à l'esprit.

Pour la presse, donc, c'est en cela que la crise a certainement été historique : par le fait qu'elle nous a fait réfléchir sur notre métier, sur sa finalité, sur le rapport que nous entretenons avec nos lecteurs. Et à propos de rapport avec nos lecteurs, nous avons été servis. Surtout le rapport avec les internautes. Jusque-là, c'est sans doute un tort, mais je ne faisais pas trop attention aux réactions que nos articles suscitaient sur le forum de lecho.be. Bien sûr, déjà au cours de l'année précédente, nous avions bien remarqué que chaque fois que le mot « Fortis » apparaissait, il y avait immédiatement des dizaines de réactions sur Forum. Une petite communauté s'était créée autour de ce dossier. Évidemment, un forum, c'est un peu l'assemblée libre. Il faut filtrer sans cesse les interventions, éviter les gros mots, les injures, la diffamation. Parfois, c'est presque mission impossible. Ainsi, le samedi on a vu la chute de Fortis est apparue au grand jour, il y avait sur le site un éditorial que j'avais subtilement intitulé « Ne tirez pas sur les journalistes »... Les internautes se sont déchaînés, au point que la personne qui gère le site a dû fermer le robinet pendant plusieurs heures. Entrer comme ça en contact frontal avec nos lecteurs, c'est à la fois très rafraîchissant, mais aussi, pour être honnête, un peu destabilisant. Tout simplement parce que c'est vrai, nous n'avons pas l'habitude. Nos lecteurs, particulièrement sans doute à *L'Echo*, sont généralement des gens polices...

Changement aussi dans nos relations avec nos interlocuteurs. À différents niveaux. Tout d'abord, on a beaucoup accusé la presse dans cette crise, mais on a aussi beaucoup accusé les services de communication des grandes entreprises, et particulièrement des banques d'avoir

manque de transparence et de pédagogie dans leurs relations avec les journalistes. Pour mille raisons. Qui ont sans doute trait au fonctionnement interne de ces grandes machines et à la difficulté de communiquer intelligiblement sur des matières aussi sensibles et aussi complexes. Nous avons appris, ou en tout cas les plus jeunes d'entre nous ont appris à recouper leurs informations, à trouver d'autres contacts, ils ont vu qu'on ne nous dit pas toujours la vérité, qu'on peut essayer de nous manipuler. Bref, qu'il ne faut pas prendre les informations données par nos sources pour parole d'évangile.

On dit aussi que la presse aurait « accentué » la panique qui regnait sur les marches. Mais les journalistes sont des gens comme tout le monde. Quand il se produit devant nos yeux des événements extraordinaires, au sens propre du mot, nous sommes tout d'abord fascinés par ce qui se passe. Les gens à l'extérieur nous demandaient : « et maintenant, que croyez-vous qu'il va se passer ? ». Et nous on disait : « on ne sait pas, on suit cela minute par minute, on est comme au cinéma ». On était tout de même en train de regarder la première banque du Benelux mourir devant nos yeux. Il y avait quelque chose qui faisait froid dans le dos dans cette crise. Et n'oublions pas que nous vivions cela en direct. Nous avons rarement l'occasion, dans le journalisme quotidien, de faire ce que nous sommes en train de faire aujourd'hui : consacrer deux jours à prendre du recul sur un événement qui s'est produit quelques mois auparavant.

Et quand nous entendions des spécialistes, des grands patrons, des professeurs d'université, vous dire : « regardez bien ce que vous voyez là, parce vous ne verrez cela qu'une fois dans votre vie », nous, simples journalistes, nous étions évidemment impressionnés. Nous disant : si eux sont sous le choc, c'est normal que nous le soyons aussi.

Une autre conséquence a été qu'on n'a sans doute jamais autant réfléchi sur les médias : leur rôle, leur avenir, leurs moyens de subsistance. Tout a commencé comme d'habitude aux États-Unis, où des « monuments » comme le *New York Times* ou le *Washington Post* se sont trouvés en difficultés financières. Puis il y a eu ce fameux livre du journaliste français Bernard Poulet qui prédit « La fin des journaux... mais l'avenir de l'information ». Et c'est vrai que la presse est à la croisée des chemins, entre l'internet et le papier, entre la vitesse et l'analyse, entre le journalisme « citoyen » et le journalisme « à l'ancienne ». En plus d'une crise conjoncturelle (la baisse des recettes publicitaires), nous nous prenons de plein fouet une crise structurelle, presque existentielle... Pour la presse aussi, on peut se demander si la crise financière n'aura pas signifié l'entrée — sans doute un peu contrainte et forcée — dans le 21^e siècle. Je vous remercie et je vous souhaite à tous un excellent colloque.

INTRODUCTION

La crise économique et financière de 2008-2009

L'entrée dans le 21^e siècle ?

Vincent DUJARDIN¹

Le mot « crise » est parfois galvaudé, utilisé un peu trop rapidement. D'après le *Grand Robert de la langue française*, il est d'abord défini comme le « moment d'une maladie caractérisée par un changement subit et généralement décisif ». Face à ce que l'on a appelé « ouragan financier » de 2008, et ses conséquences dans le domaine économique, le mot « crise » n'est certainement pas usurpé. Il est désormais évident que nous nous trouvons au cœur de la secousse financière la plus sérieuse depuis la fin des années 1920 et le début des années 1930, qui pèse lourdement sur l'économie réelle, à tel point que dans le domaine de la production ou en termes de pertes d'emplois, il s'agit de la situation la plus critique depuis la Seconde Guerre mondiale². Or, cette crise financière et économique touche aussi au social, à l'humain, à l'éthique et au gouvernement des États.

Les historiens expliquent parfois que la véritable entrée dans le 20^e siècle s'est opérée au moment de la Première Guerre mondiale, qui a modifié la carte de l'Europe, cause de profondes repercussions dans le domaine géopolitique — des États-Unis au Japon mais aussi engendré des conséquences dans le domaine économique et monétaire qui ne sont pas sans lien avec la crise des années 1920 et 1930. Dira-t-on demain, que la ou plutôt les crises que nous connaissons aujourd'hui pourraient constituer, la véritable entrée dans le 21^e siècle ? La réponse à cette question ne pourra être affinée qu'en vertu d'une vision s'inscrivant dans une plus longue durée. Mais il reste que la profondeur et la globalisation de la crise actuelle, ou la rapidité de son développement, peuvent non seulement conduire à des réformes substantielles dans le domaine de la gouvernance, mais également contribuer à ouvrir une réflexion

Vincent Dujardin est chercheur qualifié du FRS-FNRS et professeur d'histoire à l'Université catholique de Louvain où il préside l'Institut d'études européennes.

²Voir par exemple l'avis du Prof. Alexandre Lamfalussy dans *L'Echo* du 2 mai 2009.

globale sur la place de l'humain dans l'économie ou à réviser la configuration de nos sociétés.

Depuis de longs mois, des signes annonciateurs d'une crise de grande ampleur étaient observés. Ces événements soulèvent une série de questions d'importance majeure. La comparaison avec la crise de 1929 est-elle pertinente ? Quelles sont les analogies mais aussi les évidentes divergences ? En quoi la situation présente serait-elle même inédite ? Comment le monde a-t-il fait face aux crises précédentes ? Les médias se sont-ils cantonnés dans un rôle d'information ou ont-ils joué un rôle d'acteur, alors que les progrès technologiques dans ce secteur ont été considérables ces dernières années ? Que penser des plans de sauvetage des diverses institutions, en Belgique et dans le monde, de la réglementation ou de la régulation des marchés et des institutions financières en Europe et au niveau mondial ? Un économiste français disait en octobre 2008 à propos de la spéculation : « Il était fou d'être le seul sage parmi les fous. Je veux dire que lorsque vous êtes dans un système qui fonctionne comme il fonctionne, et que vous voyez des possibilités de gains rapides, cumulatifs, et que tout le monde le fait, si vous ne le faites pas, on vous le reproche »³. En 1934-1935, des mesures d'urgence pour sauver les banques avaient été accompagnées, chez nous, de réformes structurelles notamment avec la scission des banques mixtes en banques de dépôts et sociétés de portefeuilles et la création de la commission bancaire afin d'éviter « une fois pour toutes », disait-on à l'époque, les agissements téméraires des banquiers.

Aujourd'hui, le dispositif de réglementation ou de régulation des institutions et des marchés financiers est-il toujours adéquat alors que des groupes financiers internationaux ont parfois acquis des tailles gigantesques ? Dans le *Rapport final du Comité des sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières*, présidé par le Professeur Lamfalussy, on lisait déjà en 2001 : « L'intégration accrue des marchés de valeurs mobilières implique une plus grande interconnexion de manière transfrontalière (...) qui augmente leur exposition commune à des chocs financiers ». Faut-il remettre en cause de manière radicale l'auto-régulation dans le domaine du droit des sociétés ou peut-on encore tenter de parvenir à un équilibre entre *hard law* et *soft law* pour renforcer la gouvernance d'entreprise ? Que penser du problème de l'endettement des États et quel rôle imaginer pour ces derniers et les organismes internationaux dans la vie économique ? La crise va-t-elle par exemple conduire à plus d'Europe ? Sur le plan européen précisément, le parcours de la BCE au cours de l'automne 2008 a été qualifié de « sans faute ». A

Voir l'interview de Bernard Gazier dans *Le Soir* du 1^{er} octobre 2008.

l'inverse, d'aucuns ont souligné la « relative absence » de la Commission au début de la crise⁴. Qu'en penser, alors que la faiblesse du pouvoir exécutif dans l'UE inquiète, au-delà d'ailleurs du cas qui nous occupe ? Par contre, il est aussi acquis que « sans l'euro les ondes de choc de la crise se seraient propagées au marché des changes, créant des tensions qui auraient renvoyé l'intégration politique et économique de l'Europe des années en arrière »⁵.

C'est sans doute particulièrement vrai dans le cas belge où une crise politique est venue se greffer sur la crise financière qui frappait les plus grandes institutions financières du pays. Le week-end des 27-28 septembre 2008, le gouvernement Leterme tente de sauver Fortis, une semaine, jour pour jour après avoir déjà dû se sauver lui-même. Mais il tombe au mois de décembre, sur ledit dossier Fortis, pour des motifs qui n'étaient pas sans rappeler la chute du cabinet Van Acker en 1946. C'est aussi l'occasion de relever combien le destin est parfois farceur. Le 6 août 2007, le plan de rachat d'ABN Amro est avalisé par Fortis. Suite à des événements survenus le même jour, le lendemain, le 7 août, une banque européenne connaît de grosses difficultés... Il s'agit de BNP Paribas qui « suspend les transactions sur trois de ses *hedge funds* »⁶, alors que les banques centrales, y compris la BCE doivent injecter massivement des liquidités dans le système financier, action qui sera renouvelée durant des mois, souvent en concertation avec la FED et d'autres banques centrales dont celles du Royaume-Uni ou du Japon.

apparaît, au vu des multiples facettes d'une problématique aussi complexe, que l'analyse de la crise financière et de ses conséquences appelle une approche interdisciplinaire, tout en conjuguant les perspectives nationales, européennes et internationales. À l'initiative de l'Institut d'études européennes de l'Université catholique de Louvain, différents pôles de recherches ont unifié leurs forces pour construire ce colloque porté à la fois par la chaire de la Fondation internationale Triffin, le Centre Jean Renault, le département de sciences politiques, la Louvain School of Management, la Faculté de Philosophie et lettres, et l'Observatoire du récit médiatique.

Que tous les experts qui ont apporté leur précieux concours soient chaleureusement remerciés. Il en va de même du vicomte Étienne

⁴ Voir Ph. de Schoutheete, « La crise et la gouvernance européenne », *Politique étrangère*, No. 1, 2009, p. 33-46.

⁵ Déclaration du 9 décembre 2008 des *trustees* de Friends of Europe, citée *ibid.*, p. 38.

⁶ Voir le communiqué de BNP Paribas du 9 août 2007 intitulé : « BNP Paribas Investment Partners suspend temporairement le calcul de la valeur liquidative des fonds Parvest Dynamic ABS, BNP Paribas ABS EURIBOR et BNP Paribas ABS EONTA ».

Davignon qui a dispensé la conférence du soir du 7 mai, relative au rôle de l'Union européenne dans la crise.

Au-delà, la tenue de ces deux journées d'études n'aurait pas été possible sans appuis extérieurs. Je voudrais remercier tout particulièrement Madame Martine Maelschalck, rédactrice en chef du journal *L'Echo* qui a accepté de s'associer à notre initiative. Notre gratitude va aussi au Fonds national de la recherche scientifique, Linklaters, Eubelius, Philippe & Partners, et à la Compagnia di San Paolo.

Dans la langue chinoise, le mot « crise » est composé de deux idéogrammes: le premier veut dire « danger ». Le second signifie « opportunité », mais le mot opportunité (ou occasion) en entier est composé de ce premier idéogramme et d'un second qui veut dire « savoir ». Mesurer, discerner, connaître les dangers de la situation présente, mais aussi tenter de réfléchir aux éventuelles opportunités qui pourraient être saisies, voilà quelques-uns des objectifs sur lesquels se sont penchés des experts réunis à l'UCL les 7 et 8 mai, à la faveur d'un colloque international et interdisciplinaire qui a conduit à la publication du présent volume.

PREMIERE PARTIE

MISE EN PERSPECTIVE DE LA CRISE ECONOMIQUE
ET FINANCIERE DE **2008-2009**

The Specificity of the Current Crisis

Alexandre LAMFALUSSY¹

There can be no doubt that we are in the midst of the most severe financial crisis since the nineteen thirties, with repercussions on the "real" economy which, in terms of output and employment losses, are more severe than anything we have witnessed since the end of the war. It is with this observation in mind that I would like to share with you some thoughts on our prospects for getting out of our predicament, and at the same time put in place reforms that would enhance our crisis resistance ability for the future. But I do this with a great deal of humility — because almost every day throws up new pieces of information, which trigger new questions requiring new answers. As I have been repeatedly saying over the past few years, we are navigating in waters uncharted by reliable historical evidence.

Let me begin by a sort of personal "examen de conscience". The 2001 Report by the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets respected the mandate received from ECOFIN not to discuss prudential matters. This was to some extent, but not entirely, justified by the fact that we were dealing with the regulatory process for the securities markets where the focus of regulation was not predominantly on prudential matters. The rest of the financial industry, notably the banks, were drawn into the process at a later stage. However, despite this limitation of our mandate, we did not resist the temptation to include in our Report the following recommendation:

While the Committee strongly believes that large, deep, liquid and innovative financial markets will result in substantial efficiency gains and will therefore bring individual benefits to European citizens, it also believes that greater efficiency does not necessarily go hand in hand with enhanced stability. Increased integration of securities markets entails more interconnection between financial intermediaries on a cross-border basis, increasing their exposure to common shocks. It is not within the remit of this Committee to evaluate such risks, and even less to make recommenda-

¹ Alexandre Lamfalussy is Chairman of the International Triffin Foundation, former Chairman of the Lamfalussy Committee, former member of the Delors Committee and former President of the EMI.

tions on how to deal with them. However, given the growing interlinkages between all segments of the securities markets and the full range of financial intermediaries, the Committee believes that there is an urgent need to strengthen cooperation at the European level between financial market regulators and the institutions in charge of micro and macro prudential supervision. The ECOFIN Council should ask the Economic and Financial Committee to report on the development of this cooperation.

Some ministers grumbled a little about our overstepping the mandate, but they did so rather politely, while a few very weighty market participants (whose name I prefer to forget) complained far more loudly that we were displaying a regrettable ignorance about the spontaneously stabilising ability of markets.

Be that as it may, I am now asking myself: with our current experience, would I still sign this quotation from our report? I would of course endorse the warning about the crisis-breeding environment created by our globalised, innovative and deregulated markets. But, perhaps more controversially, I would also endorse the part of this quotation which attributes to such markets the virtue of enhancing efficiency.

I would, however, now add a major qualification. I would say that the general welfare effects of increased efficiency could be reduced, or even wiped out, if we were unable or unwilling to put in place solid defences against the possibility that unavoidable (and up to a point useful) crisis manifestations turn into a full-blown systemic crisis. Bankruptcies perform a salutary function — as long as they are kept under control. But a systemic crisis implies the meltdown of the financial system, potentially leading to double-digit and lasting declines in GDP and large-scale, and also lasting, unemployment. The social cost of this happening would not be acceptable and would by far outweigh whatever future efficiency gains might arise. Since the management — and even more the resolution — of such a crisis amount to a monumental task, no effort should be spared to enhance our systemic crisis *prevention* capability.

Are we now moving in the right direction? There is some good news, but also some justified concerns.

Before looking at this good news, let me try to briefly identify what went wrong. It is not true that there were no warnings about a potential crisis: I could quote dozens of warnings from, say, 2005 onwards, which signalled the gradual, and then accelerating erosion of risk awareness. This, in combination with the fact that the world was "awash" with liquidity, was leading towards the mispricing of assets. The miserable savings performance of US households was well documented, the

sustainability of the real estate boom in the US questioned, and more broadly on both sides of the Atlantic, one could identify clear signs of an unbridled appetite for leveraging. Many of these warnings came from individuals: academic or business economists, specialists in finance and well-known journalists. I myself have been an expert as participating in these warnings. The ECB itself was beginning to be worried: witness its half yearly *Financial Stability Reviews*, its stress-testing exercises and its President's public statements — although for understandable reasons the language it used was not alarmist. And we should not forget the numerous warnings by the economists of the Bank for International Settlements both in the Bank's annual reports and in path-breaking research papers.

There were, however, two things that went wrong. None of us foresaw the violence of the crisis, the astronomic figures involved and the Speed of contamination both geographically and across sectors of the financial industry. Even more disturbing was the lack of preventive *policy action* by the authorities. There are, of course, excuses. One such policy action could have been taken in the field of financial regulations. However, adjusting the regulations to new circumstances or widening the perimeter of regulations is a drawn-out process, and moreover one that requires active international cooperation at the global level. Efforts in this direction were undertaken, but I did not notice any sense of urgency. A good example is the way the US authorities handled the implementation (or rather the non-implementation) of Basel II. Another preventive policy action could have been an attempt to tackle the excess liquidity problem — which has played a major role in eroding risk awareness — via the implementation of a restraining monetary policy. For a number of good or bad reasons, this did not happen. More about this in a few minutes.

In stark contrast with this depressing experience, the single most important piece of good news has been that when serious market disturbances erupted in early August 2007 (the word "crisis" was still a taboo and remained so for quite some time), central banks almost immediately began acting as lenders of last resort, by supplying liquidity to the markets. The leading role was played by the ECB, which within a matter of hours pumped liquidity into the system for amounts without historical precedent. And this was done by an institution which had been derided by most US and British observers and a good part of the academic community for being handicapped by its anti-inflationary "obsession" and its complex institutional structure which imposed, so ran the argument, a consensus-based decision-making process — making it clearly unfit for dealing with a crisis situation. The active involvement of all major central banks in the crisis-handling process has continued

unabated since then, with the result that their balance sheets have expanded considerably. The unwinding of this process will require a great deal of skill, but this is the price to pay for the fact that central bank action has prevented a deep and dangerous crisis from turning into a clear-cut systemic crisis.

The second, equally important piece of good news has been that when it appeared that a number of systemically significant banks were beginning to experience liquidity-cum-solvency problems, governments stepped in, and bailed them out, or at least gave them a helping hand. This exercise followed a bewildering variety of patterns, but given the size and the complexity of the challenges, it has so far been on the whole surprisingly well managed and quite efficient, with the Lehman story constituting the single major — almost disastrous — blunder. I must confess that I did not expect such a performance — especially in the case of the governments of the smaller European countries. Admittedly, the story is far from over, but it has so far significantly contributed to ensuring that our financial systems continue to function.

The third piece of good news concerns fiscal policy. Quite rightly, given the deleterious impact of the financial crisis on economic activity, all governments have accepted the deterioration of their fiscal balances. In the case of the European countries this meant that they let the automatic stabilisers do their work, and on top of this added discretionary stimulative measures. The size and the nature of these measures vary considerably among the countries, but most of them go in the right direction. Of course, as time goes by, increasing attention will have to be paid to the exit scenario. As we all know, these measures had to be timely (broadly speaking, they respected this criterion), they had to be well targeted (this was also more or less respected), but now we have to make sure that there will be no doubt about their temporary nature. And, about this, doubts are beginning to arise.

The fourth bit of good news is that everything financial has not become dysfunctional. The financial infrastructure has passed the test. The payment systems continued to function properly. The organised exchanges — stock exchanges, government debt markets and the currency markets — have not run into major difficulties. The clearing, settlement and payment systems deserve particular praise. Few people (even among financial market participants, let alone the governments and the general public) are aware of the amount of effort that has been invested over the past twenty years into enhancing the crisis resistance capability of these systems. This investment has been rewarded by high returns.

So far so good. But what about the future? It is not enough to avoid major mistakes in handling the consequences of the current crisis. We

should also want to avoid in the future any repetition of a crisis of this depth and generality. Are we on the right path towards correcting those features of our financial systems that bear a major responsibility for getting us into such a crisis?

There is some reasonably encouraging news in this respect too. In a half a dozen fields, reform initiatives have been proposed, and are at a more or less advanced stage of discussion both at the European and the global (G20) levels. None of these initiatives have reached or even approached the implementation stage, and we all know that obstacles to agreement predominantly emerge when the decision-makers are compelled to read the fine print. I have observed, however, a lot of convergence in the identification of the shortcomings of our current arrangements, and even (albeit to a lesser extent) in the reform proposals.

The Committee which I am chairing at the request of the Belgian Government listed in its interim report six of these specific reform initiatives, relating to the following areas:

- Securitisation in general, and the related "originate and distribute" business model;
- Credit default swap (CDS) market;
- Credit rating agencies;
- Risk management;
- Compensation schemes;
- Procyclical ity.

It is in the first three fields that our report adopted a reform approach that is somewhat more radical than most of the other reform proposals — perhaps because we had already made good use of the luxury of not having to reach a compromise, based on the lowest common denominator, at the expert level.

As regards the originate and distribute model, we pleaded in favour of prohibiting (via strict market standards or, possibly, regulatory restrictions) the sequential restructuring of already structured assets, for the simple reason that any such restructuring makes it impossible to achieve simplification and greater transparency of products — an objective on which there seems to be a fairly general agreement.

As for the CDS market, we came out (as most other expert groups) in favour of CDS contracts being cleared within a central clearing counterparty framework, which would reduce systemic risk created by the CDS market and improve transparency and the reporting of its exposures. But we also added that CDS markets should be regulated in

order to restrict the purchase of credit protection to the hedging of effective exposure to credit risk, thereby excluding CDSs being signed and bought for speculative purposes by counterparties who have no exposure to the underlying credit risk.

As for ratings, we strongly insisted that financial regulation should stress the responsibility of asset managers and professional investors to undertake their own due diligence and not outsource risk management to the rating agencies. For that reason, financial regulation should be revisited, with the objective of removing all prescriptive references to ratings.

Finally, I regard the content of the de Larosiere Report, and the generally positive welcome it received, as a piece of good news in itself. I strongly support its main recommendations, and I do hope that they will be speedily adopted and implemented. That would surely enhance our future crisis resistance capability; and by giving a badly needed boost to confidence, early implementation could accelerate the crisis resolution process.

Now let me turn to my concerns, which I propose to list in (what I believe to be) their degree of not simply nuisance value, but outright destructive capability. And it is at this point that what I am going to say is beginning to bear some relation to the title of my conference.

First concern. I have just mentioned as an encouraging fact the analytical consensus on the deleterious role played by the six factors in the depth, violence and speedy contamination process of the current crisis. There is less consensus on the remedies, and as regards implementation, I am getting worried. With the single exception of the compensation systems, reforms in these areas require agreement at the global level — and not simply in terms of broad principles. Discussions and, more specifically, implementation will be a time-consuming and labour-intensive process, and given the "cultural" differences among the main G20 participants, success is by no means guaranteed.

Second concern. The process of bailing out banks by the governments raises a series of challenges. Some can be handled by each government, without the need in all cases for a coordinated approach at the European or intergovernmental level: for instance, how to define and implement the role of government officials sitting on the boards of the bailed-out institutions. In those instances in which the institution has a cross-border structure, there is of course need for an intergovernmental agreement. Similar problems will arise when the exit strategy has to be implemented. But there is one very clear case which deserves to receive dose attention, and moreover a clear agreement at the European level. This is when, as a counterpart to its financial support, a government

imposes a lending commitment by the bank to its nationals. I strongly support the initiative of the European Commission to take all the measures that will protect the proper functioning of the Single Market.

Third concern. There can be no doubt that the gradual erosion of risk awareness, and its almost complete disappearance during the winter of 2006-2007, bears a (and perhaps *the*) major responsibility for the severity of our current crisis. And there can be no doubt either that the source of the voracious appetite for risk could be found in two developments.

One was excess liquidity. I am of course aware that there is no consensus about the definition, and even less about the measurement of excess liquidity (or for that matter of liquidity itself). But anyone who cares to remember the generalised, often frantic search for assets during those years that yielded a return only a shade higher than the one prevailing for treasury bills, yet carried a substantially higher risk, knows what I am talking about. The second source was the widely-held belief of market participants that central banks — and this refers in particular to the Fed — which did precious little to discourage bubbles or overleveraging from arising, would bail them out in one way or other when the bubble bursts. This perceived asymmetry was the uroral hazard contribution to boundless optimism.

My concern is that there is little structured discussion on how to prevent this happening again. I understand of course that priority should be given to crisis-management measures. But these measures include the massive increase in the balance sheets of central banks, and this imposes on our authorities the duty to consider well ahead of time what sort of policy Instruments should be used when there are signs of an unwelcome persistence of excessive market liquidity. The natural policy instrument would seem to be a restraining monetary policy. But this is more easily said than done. For one thing, even in a closed economy, the impact of monetary policy tightening on market liquidity is a complex matter. Expectations play a crucial role, and they can be remarkably volatile. For another, any policy action aiming at moderating bubbles is likely to receive much weaker public support (and this is an understatement) than an action aimed at price stability. Third, more important, we do not live in a closed economy, but in globalised money markets. Success of monetary policy tightening by the ECB would be conditioned by the participation of the major central banks — and certainly of the Fed, which on the basis of past experience would unlikely be forthcoming. Fourth, even in the case of a coordinated central bank action, one major source of excess market liquidity — the bizarre pattern of global payments imbalances — would not necessarily

disappear. But despite all these observations, we are not entitled to sweep under the carpet a genuine problem.

Fourth concern. This brings me to my major concern, which is about the potentially unbalanced intensity and efficiency of the demand-stimulating policy measures.

As a starting point, we have to acknowledge a major fact. When we try to identify the causes of the current crisis, a relatively encouraging consensus is emerging on listing, as I have mentioned, the series of dysfunctions in the Operation of our highly innovative, globalised, financial markets. But this consensus should not lead us to forget that, for the first time since the end of the war, global payments imbalances, and the domestic imbalances that lie behind them, have played a major role in intensifying the crisis.

For a great many years prior to the explosion of the subprime crisis, the US economy acted as the major demand-led engine for the world economy. Anybody who cared to look at the national accounting figures of the United States could see that US households were playing a leading role in this respect. It also could be seen that, with their savings ratio gradually moving towards zero, the sustainability of their appetite for buying and building houses crucially depended on the continued increase in real estate prices, which clearly could not go on for ever. At the same time, the export-led growth of the Chinese economy, associated with an astronomically high, and historically unprecedented, household savings ratio, produced large payments surpluses, and a correspondingly fast growth of China's foreign exchange reserves — which to a large extent were invested in US treasury bills and bonds, thus preventing the increase in US medium — to long-term interest rates. In other words the excess spending of the world's richest economy was being financed by an admittedly booming, but still quite poor economy.

We all know how this came to an end — and how it has turned upside down the role played by the US in the world economy. Many of the thrifty economies of Asia and Europe are now fully aware of this.

My concern is about the working of the adjustment mechanism. Are we going to have the appropriate coordination of macro-policies for ensuring the right outcome of the adjustment mechanism? The US private sector has entered a deleveraging process which will take time; and within this sector we have already noted the unavoidable upward adjustment of the savings ratio of households. This means that for quite some time the US is unlikely to be able to play the role of a global engine. That role should be played by the historically thrifty countries in Asia and Europe. I have a great deal of understanding for the lack of

enthusiasm of the concerned countries to assume that responsibility. But the stakes are high.

I can imagine two equally unappealing scenarios. In the short run, if domestic demand in the US continues to decline, while at the same time the demand stimulation is too weak in the thrifty countries, there is a genuine risk that global activity will continue to weaken. Or that, after a short impetus from the inventory cycle, the decline resumes its course. Banks, still far from having cleaned up their balance sheets, would have to cope with the additional deterioration of their credit portfolios.

In the second scenario, it would turn out that, under the influence of a very powerful monetary and fiscal stimulus, US domestic demand, and in particular household consumption, not only stabilises, but starts growing. This would surely be helpful for the rest of the world, but at the same time, it would pave the way for preparing in a more distant future a repetition of today's crisis.

I hope that neither of these scenarios materialises, for both would have dire consequences for all of us. To avoid this happening, explicit discussions at the highest level are unavoidable. To sum up, the specificity of this crisis is that it is the first genuinely global crisis — and this desperately cries out for global management. Will it be forthcoming?

Causes, effets et leçons de la crise financière

Jean DE RUYT¹

Ce colloque dont cet ouvrage est issu se situe à un moment particulièrement intéressant pour procéder à une analyse en perspective de la grande crise que nous traversons.

Nous devons nous pencher à la fois sur :

- ses causes profondes ;
- ses effets à moyen et long terme ;
- et sur les remèdes durables qui nous permettront de ne plus faire les mêmes erreurs à l'avenir.

Ceci devrait nous permettre de voir un peu plus clair dans le monde de demain.

1. Les causes de la crise

Pourquoi a-t-elle été si violente et si universelle ? Qui en est responsable ?

Les coupables sont nombreux et ont déjà été bien identifiés. Les débats de ces deux jours feront sans doute le tri mais je retiendrai tout de même ceux qui sont pour moi les deux plus grands responsables de la crise actuelle et qui lui donnent sa spécificité :

- D'une part le *greed* — l'appât du gain, la recherche immorale du profit immédiat qui a surfé sur le concept d'autorégulation des marchés pour finir par le ridiculiser ;

- D'autre part la globalisation — qui a répandu à travers le monde des produits dérivés aussi appétissants qu'opaques sans qu'aucune règle, aucune architecture ne soit plus en mesure de contrôler le risque couru par l'investisseur.

Voici pour les causes. On peut déjà en déduire une évidence : il faudra beaucoup réglementer. J'y reviendrai.

Jean De Ruyt, diplômé en droit à Louvain et en relations internationales à la Johns Hopkins University, est diplomate de carrière. Il est actuellement représentant permanent auprès de l'Union européenne.

2. Les effets de la crise

Les effets à court terme sont déjà, eux aussi, malheureusement, bien identifiés : disparition de la confiance entre opérateurs ; effondrement du crédit ; chute dramatique de la solvabilité des banques. Et puis les effets induits : chute de l'immobilier, baisse de la consommation ; baisse de l'activité industrielle — avec ses effets en amont et en aval ; détérioration du commerce international, etc.

Tout ceci a entraîné un phénomène inconnu depuis la dernière guerre mondiale : une décroissance généralisée. La chute de la croissance en 2009 est évaluée maintenant par le FMI à -1,3 % pour 2009 — une baisse qui n'a pas de précédent depuis 1945.

Les chiffres publiés début mai 2009 par la Commission européenne sont semblables : -1,4 % en 2009 pour le monde ; -4 % pour l'Eurozone, -2,9 % pour les États-Unis et -5,3 % pour le Japon. Seule la Chine connaît en 2009 une croissance de 6,1 % mais il ne faut pas oublier que ce chiffre n'est plus que la moitié de la croissance chinoise de 2007.

Petite consolation : on commence à percevoir certains signaux positifs aux États-Unis, en Chine mais aussi en Europe. La Commission espère une stabilisation pour la 2^e partie de l'année 2009 et un retour graduel à une timide croissance en 2010.

Mais déjà, d'autres effets de la crise se profilent ; d'autres phénomènes plus structurels dont il serait intéressant que notre colloque évalue l'ampleur. Je citerai par exemple :

- Les conséquences de l'endettement excessif de presque tous les États du monde à la fois. Il pose divers types de questions : sur la capacité du FMI, me réquie par le G20, à faire face en même temps à tous les problèmes de balance des paiements ; sur le niveau très bas des taux directeurs et les risques d'inflation incontrôlable qu'ils pourraient générer ; enfin sur les recettes fiscales des États : il faudra bien sûr augmenter les impôts des plus riches, mais dans le monde global est-il encore possible de traquer les grosses fortunes ?

- Autre préoccupation : celle des équilibres macroéconomiques (qu'a mentionnés le Professeur Lamfalussy) : l'offre et la demande au niveau mondial risquent d'être ébranlés par la crise, ce qui devrait avoir des effets sur la stabilité monétaire et peut être sur le rôle du dollar comme monnaie de réserve mondiale.

La réponse à ces questions est importante car elle sous-tend une révision en profondeur des équilibres mondiaux mais elle doit être volontariste. Elle dépend aussi en effet des efforts faits par chacun pour trouver les remèdes adéquats aux malheurs d'aujourd'hui.

3. Des solutions à la crise

Le troisième volet des questions qui devraient se poser est donc logiquement celui des solutions à la crise, des remèdes nécessaires pour qu'elle s'estompe et surtout qu'elle ne recommence pas.

Les solutions immédiates ont déjà été fournies, de manière en général remarquable, par un certain nombre d'acteurs : les banques centrales, les gouvernements des États, grands et petits, la communauté internationale, tous ont bien joué leur rôle jusqu'à présent et évite les pires écueils comme l'assèchement des liquidités, les faillites bancaires en chaîne et le retour au protectionnisme.

Ce travail de pompier n'est malheureusement pas terminé. Les gouvernements et les banques en Europe n'ont pas encore décidé de ce qu'ils allaient faire des impaired assets ; les crédits toxiques qui restent dans les bilans des banques et les empêchent de repartir sur des bases saines. Jouer avec les normes comptables comme vient de le faire le Congrès américain ne suffit évidemment pas et il est clair que les « bad banks » et autres instruments semblables que nous devons encore mettre en place, coûteront encore cher au contribuable.

Pourtant tous ces remèdes ne suffiront pas ni à assurer la relance ni à nous éviter de retomber dans les erreurs passées. Il faut aussi des aujourd'hui, nous attacher sérieusement à élaborer dans l'ordre l'architecture du monde financier de demain.

Comme le redoute le Professeur Lamfalussy, ce ne sera pas facile : quels sont les principaux enjeux ?

- Le premier, selon moi, est celui de la moralisation des marchés financiers : il faut que les États soient assez courageux que pour mettre fin au *greed*. C'est-à-dire rendre plus transparents les fonds d'investissement, casser le lien entre rémunération et prise de risque, punir sérieusement ceux qui continuent à se réfugier dans des paradis fiscaux etc.

- Le deuxième est évidemment l'immense chantier de la supervision bancaire et de la régulation des services financiers. Chantier parce que pendant 20 ans tout le monde a cru à l'autorégulation et qu'il faut presque entièrement reconstruire le système, dans chaque pays, en Europe et au niveau mondial.

Le monde sera-t-il capable de mettre en place une architecture financière adaptée à la globalisation ? C'est une autre question importante à aborder dans ce colloque : On ne peut pas continuer à fonctionner avec des instruments informels, pragmatiques et sans légitimité comme le G20. Il faut reorganiser le FMI en fonction des nouveaux équilibres ce qui implique que les États-Unis jouent le jeu du multilatéralisme en renonçant à leur droit de veto ; que les marchés émergents acceptent de