



LE CERCLE TURGOT

Sous la direction de **JEAN-LOUIS CHAMBON**
Président d'honneur et fondateur du Cercle Turgot
et **JEAN-JACQUES PLUCHART**
Professeur à l'université Paris-I Panthéon-Sorbonne

Preface de **PHILIPPE MARINI**
Président de la commission
des finances du Sénat

Postface de **HENRI MALOSSE**
Président honoraire du comité économique
et social européen

CAROLINE BERTIN DELACOUR
JEAN-PAUL BETHÉZE
PASCAL BLANQUET
FRANK BOURNOIS
NICOLAS BOUZOU
JEAN-LUC BUCHALET
JEAN-LOUIS CHAMBON
DANIEL COPPINAT
JEAN-MARC DANIEL
JEAN-LUC DECORNOY

PHILIPPE DESSERTINE
YVES DOUTRIAN
DENISE FEUZAT
JEAN-CLAUDE GRUFFAT
BEATRICE GUYHANNAT
PHILIPPE HEALIN
PHILIPPE JURGENSEN
JEAN-SÉBASTIEN LANTZ
ALICE LE FLANCHEC
VIVIAN LEVY-GARBOUA
ANDRÉ LEVY-LANG

THIERRY LUTHI
GÉRALD MARÉK
MICKAËL MANGOT
JEAN-BERNARD MATEU
FRANÇOIS MELNIER
JACQUES MISTHAL
WILLIAM NAHUM
PHILIPPE NAZALY
DIANE NEVEUX
GÉORGES PAUGET
JEAN-FRANÇOIS PHELIZON

JEAN-JACQUES PLUCHART
CLAUDE REVEL
HUBERT ROBARIE
PIERRE SABATIER
CHRISTIAN SAINT-ÉTIENNE
PASCAL SALIN
MICHEL SCHELLER
JEAN-MICHEL SEVERINO
CAROL SHIMU
CHRISTIAN WALTER
DANIEL ZAUDENWERK

Grandeur et misère de la finance moderne

Regards croisés de 45 économistes

EYROLLES

CERCLE TURGOT
Sous la direction de
Jean-Louis Chambon et Jean-Jacques Pluchart

2013

Grandeur et misère de la finance moderne

Avec les contributions de :

Caroline Bertin Delacour, Jean-Paul Betbèze, Pascal Blanqué, Frank Bournois, Nicolas Bouzou, Jean-Luc Buchalet, Jean-Louis Chambon, Daniel Corfmat, Jean-Marc Daniel, Jean-Luc Decornoy, Philippe Dessertine, Yves Doutriaux, Denise Flouzat, Jean-Claude Gruffat, Béatrice Guynamant, Philippe Herlin, Philippe Jurgensen, Jean-Sébastien Lantz, Alice Le Flanchec, Vivien Levy-Garboua, André Lévy-Lang, Thierry Luthi, Henri Malosse, Gérard Maarek, Mickaël Mangot, Philippe Marini, Jean-Bernard Mateu, François Meunier, Jacques Mistral, William Nahum, Philippe Naszályi, Denis Neveux, Georges Pauget, Jean-François Phelizon, Jean-Jacques Pluchart, Claude Revel, Hubert Rodarie, Pierre Sabatier, Christian Saint-Étienne, Pascal Salin, Michel Scheller, Jean-Michel Severino, Carol Sirou, Christian Walter, Daniel Zajdenweber

EYROLLES



Table des matières

Remerciements.....	9
Les auteurs	11
Avant-propos	19
Prélude	
L'évolution de la Banque centrale européenne (Philippe Marini)	27
PARTIE 1 – VERS DE NOUVEAUX PARADIGMES DE LA FINANCE	
1986 : naissance de la finance moderne et du prix Turgot (Jean-Louis Chambon et Jean-Jacques Pluchart).....	43
Vers un nouveau régime économique (Pascal Blanqué)	49
Conjurer les « trente soucieuses » : rééquilibrer le système économique mondial (Jean-Michel Severino).....	59
Finance, le nouveau paradigme (Philippe Herlin)	69
Vingt-cinq ans de finance comportementale ou l'émergence d'un nouveau paradigme (Mickaël Mangot)	71
L'hypercrise, une interprétation psychanalytique (Vivien Levy-Garboua et Gérard Maarek)	83
Une affaire d'opinion (Jean-François Phelizon)	93
La notation : un outil incontournable du financement des investissements (Carol Sirou).....	97
Nouveaux défis pour les managers des salles de marchés (Béatrice Guynamant et Frank Bournois).....	111
Finance et ressources humaines : une interrelation durable (Alice Le Flanchec)	125
De la confiance à la défiance dans la chaîne financière (Jean-Jacques Pluchart).....	133
PARTIE 2 – VERS UNE NOUVELLE RÉGULATION FINANCIÈRE	
La martingalisation des marchés financiers (Christian Walter)	149
Les dérèglements de la déréglementation (Daniel Zajdenweber).....	161
Plus de régulation ou moins de régulateurs ? (Jean-Claude Gruffat)	171

Rééquilibrage des flux d'épargne mondiaux et stabilité financière (Denise Flouzat)	183
Barack Obama et la réforme de Wall Street : la loi Dodd-Frank a-t-elle remis la finance sous contrôle ? (Jacques Mistral)	193
La finance sous influence (Claude Revel)	203
Les institutions européennes à l'épreuve de la crise de l'euro (Yves Doutriaux)	209
Les tentatives de réforme de la régulation financière face à la crise (Philippe Jurgensen)	219
Derrière la crise européenne, les pouvoirs et la stratégie (Jean-Paul Betbèze)	227
L'euro et le traité de Maastricht (Christian Saint-Étienne)	233
Monnaie, à la recherche du temps perdu... (Hubert Rodarie)	243
Voyage dans le temps qui se veut instructif autour des crises financières (Jean-Marc Daniel)	251
2012, ou la fin d'une époque (Jean-Luc Buchalet et Pierre Sabatier)	259
La crise de l'euro. Incompréhensions, interrogations d'un honnête citoyen (Michel Scheller)	265
Crise et régulation financière (William Nahum)	267
Les leçons de la crise : quelle finance en appui de la croissance ? (Philippe Dessertine)	279

PARTIE 3 – VERS UNE NOUVELLE GOUVERNANCE DE LA BANQUE ET DE L'ENTREPRISE

D'où vient la préférence pour l'inflation des banques centrales ? (Nicolas Bouzou)	289
L'évolution des modèles des banques (Georges Pauget)	297
La réforme du système bancaire : peut-on rêver ? (Pascal Salin)	301
Les métiers bancaires, modes et réalités (André Lévy-Lang)	307
La banque de détail : un long fleuve tranquille ? (Jean-Bernard Mateu) ..	313
Banques et classe politique française : le grand malentendu ? (Jean-Louis Chambon)	319
Les salaires des banquiers : la fin du festin ? (François Meunier)	333
L'investissement durable (Caroline Bertin Delacour)	347
Sortir de la crise grâce aux financements alternatifs (Philippe Naszályi) ..	359

Audit de qualité, sécurité financière, stabilité des marchés, vingt-cinq ans de quête du Graal et quelques perspectives (Jean-Luc Decornoy et Denis Neveux).....	361
Valorisation de l'entreprise innovante et systèmes de gouvernance (Jean-Sébastien Lantz).....	375
Une gouvernance responsable, pour une entreprise pérenne et durable (Daniel Corfmat)	387
25 ans : la mutation du métier de directeur financier (Thierry Luthi)	399
Postface - Une crise peut en cacher une autre : celle de l'Europe ! (Henri Malosse)	413
Index.....	421

Les auteurs

CAROLINE BERTIN DELACOUR

- Depuis 2009, directrice juridique de Wendel, société d'investissement cotée à la Bourse de Paris. Était auparavant avocate associée du cabinet August & Debouzy, où elle a exercé en fusions-acquisitions et droit des sociétés de 1998 à 2009, après avoir été avocate fiscaliste au sein du cabinet Cleary Gottlieb Steen & Hamilton de 1988 à 1998.
- Auteure de *Les Fonds souverains : ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale* (coédité par Eyrolles et *Les Échos*, 2009) et a publié plusieurs articles sur le sujet.
- Prix du nouveau talent Turgot en 2010.
- Inscrite au Barreau de Paris de 1990 à 2009.
- Titulaire d'un LLM de New York University (1987), d'un DESS de fiscalité appliquée de l'université Paris-V René-Descartes (1985) et d'une maîtrise en droit des affaires de l'université Paris-II Panthéon-Assas (1984).

JEAN-PAUL BETBÈZE

- Chef économiste & Directeur des Études Économiques, Membre du Comité Exécutif de Crédit Agricole SA, Jean-Paul Betbèze est Professeur d'Université, Membre de la Commission Économique de la Nation.
- Développe l'essentiel de ses activités dans l'étude de la conjoncture économique à court et moyen terme et dans l'évolution du secteur bancaire et financier.
- Dernières publications : *2012 : 100 jours pour défaire ou refaire la France*, PUF, 2012 ; *Quelles réformes pour sauver l'État ?*, avec Benoît Cœuré, les Cahiers du Cercle des économistes, PUF, 2011 ; *Les 100 mots de l'Europe*, avec Jean-Dominique Giuliani, PUF, 2011 ; *Banques centrales et stabilité financière*, avec Christian Bordes, Jézabel Couppey-Soubeyran et Dominique Plihon, Rapport du CAE, La Documentation Française, 2011 ; *2011, la France à quitter ou double*, PUF 2011 ; *Les 100 mots de la Chine*, avec André Chieng, PUF, 2010, traduction en japonais ; *Crise – par ici la sortie*, PUF 2010 ; *Rapport 2009 sur les délais de paiement* – Banque de France,

décembre 2009 ; *Crise – une chance pour la France ?*, PUF, 2009 ; *Les 100 mots de l'économie*, PUF, 2005 – 5^e édition 2011, traductions grecque, portugaise, arabe.

PASCAL BLANQUÉ

- Ancien élève de L'École normale supérieure, diplômé de l'IEP Paris, docteur en sciences de gestion de l'université Paris-Dauphine.
- A effectué toute sa carrière dans la banque. Est actuellement *Chief Investment Officer*, directeur de la gestion d'actifs (*Asset Management*) d'un grand groupe bancaire international, après en avoir été le chef économiste.
- Auteur (Éd. Economica) de *Money, Memory and Asset Prices (2010)* ; *The Social Economy of Freedom (2011)* ; *Grammatica Economica (2012)*.

FRANK BOURNOIS

- Professeur de sciences de gestion à Paris-II Sorbonne-Université et membre du Cercle Turgot.
- Président de la Commission d'évaluation des formations et des diplômes de gestion (CEFDG), codirecteur du CIFFOP.
- Conseil de direction générale, auteur et chroniqueur.

NICOLAS BOUZOU

- Prix spécial du jury Turgot 2007.
- Économiste, directeur-fondateur d'Asterès. Est directeur d'études au sein du MBA de droit des affaires et de management de l'université de Paris-II Assas.
- Éditorialiste au Canal Plus, intervenant régulier sur plusieurs chaînes de télévision et de radios (BFM, LCI, RTL, France Télévisions et Canal Académie), nombreuses conférences en France et à l'étranger.
- Chroniqueur, auteur, dont le *Petit Précis d'économie appliquée à l'usage du citoyen pragmatique* (Eyrolles, 2007, prix spécial du jury Turgot en 2008), *Krach financier : ce qui va changer pour vous* (Eyrolles, 2008), *Le Capitalisme idéal* (Eyrolles, 2010), *Le Chagrin des classes moyennes* (Lattès, 2011).

JEAN-LUC BUCHALET

- Ingénieur agronome de formation, a cofondé le cabinet indépendant de recherche économique et financière PrimeView.
- Enseignant en 3^e cycle (AgroParisTech, IAE de Paris, Assas, Conservatoire national des arts et métiers), conférencier, chroniqueur et coauteur de plusieurs ouvrages en tant que membre du Cercle Turgot (*La Chine-mérique, Rigueur ou relance ?*), est également l'auteur d'un essai, *La Chine, une bombe à retardement*, ainsi que d'un roman, « *Chine, la face cachée* », tous deux publiés en 2012.

JEAN-LOUIS CHAMBON

- Ancien élève de l'Institut de haute finance (IHFI), de l'Institut supérieur de la banque et de l'IHEPS.
- Président du prix Turgot – président d'honneur et fondateur du Cercle Turgot.
- Président de la Fédération nationale des cadres dirigeants (FNCD).
- Past-directeur (Groupe Crédit agricole).
- Chroniqueur dans différentes revues financières, à Canal Académie (à l'Institut de France) et à RCF.

DANIEL CORFMAT

- Président de l'Association des dirigeants et administrateurs d'entreprises (ADAE).
- Consultant.
- Auteur.

JEAN-MARC DANIEL

- Professeur à l'ESCP Europe.

JEAN-LUC DECORNOY

- Diplômé de l'Essec, expert-comptable.
- Président de KPMG SA depuis 2001. Rejoint KPMG en 1977, accède au statut d'associé dès 1988, est nommé directeur général en 1993.
- Commissaire aux comptes de plusieurs grands groupes français dans les secteurs de la distribution, des hautes technologies et de l'énergie.
- Président honoraire du département des marchés financiers (DMF) de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes dont il a été successivement vice-président et président pendant quatre ans. Siège au *board* mondial de KPMG International, est membre de la Global Executive Team. Est vice-président de la région EMA de KPMG (Europe, Moyen-Orient, Afrique).

- A enseigné la comptabilité et la finance à l'Essec ainsi qu'à l'École centrale de Paris durant dix années.
- Auteur, chroniqueur.

PHILIPPE DESSERTINE

- Professeur à l'université Paris-Ouest-Nanterre La Défense.
- Directeur de l'Institut de haute finance (IHFI).
- Président du Cercle de l'entreprise.
- Auteur, chroniqueur, intervenant régulier dans les médias nationaux (radio, télé et Canal Académie). Dernière publication : *Ceci n'est pas une crise, c'est la fin d'un monde* (Anne Carrière, 2009).

YVES DOUTRIAUX

- Conseiller d'État.

DENISE FLOUZAT

- Professeur émérite de l'Université de Paris-I Panthéon-Sorbonne où elle a fait la plus large partie de sa carrière et où elle continue d'enseigner ainsi qu'à Paris-II. A été aussi Recteur d'Académie. Spécialisée dans l'enseignement des phénomènes monétaires, et a été nommée au Conseil de la politique monétaire de la Banque de France.
- Est aujourd'hui Administrateur H. de la Fondation de la Banque de France pour la recherche, Administrateur du Centre des professions financières, Administrateur de la Société d'économie politique, Membre du Conseil de l'UFR 06 - Sciences de Gestion de l'Université Paris-I.
- A publié notamment un manuel en trois tomes l'« Économie contemporaine », ainsi que des ouvrages et de nombreux articles sur les économies asiatiques dont *La nouvelle émergence des pays asiatiques*, PUF, collection Major, 1999, et *Japon éternelle renaissance*, PUF, 2002.

JEAN-CLAUDE GRUFFAT

- Depuis avril 2011 est localisé à New York, en charge de la relation globale de Citigroup avec les grandes multinationales européennes.
- De septembre 1998 à mars 2011, directeur général exécutif de Citigroup en France.
- De 1973 à 1998, a exercé de nombreuses responsabilités internationales (Asie, Moyen-Orient, Amérique du Nord) au sein de Banque Indosuez y compris après son acquisition en 1996 par le groupe Crédit agricole, tant dans les métiers de marchés que dans la banque d'affaires et d'entreprise.

- Conseiller du commerce extérieur de la France depuis 1984, il a présidé de 2008 à 2011 l'American Chamber of Commerce in France.
- Depuis 2008 gouverneur de l'American Hospital of Paris et membre de son comité financier.
- Appartient à l'Economic Club de New York.
- Membre fondateur et administrateur de United Way Tocqueville en France.
- Titulaire d'un doctorat d'État en droit public ainsi que d'un DESS en science politique de l'université de Lyon, du diplôme de l'IEP, et du diplôme supérieur de l'Institut de droit du travail, il a suivi en 1987 le Stanford Executive Program, GSB, Stanford University, CA.

BÉATRICE GUYNAMANT

- Ancienne DRH d'institution financière et actuellement professeur à l'ISC Paris – School of Management.

PHILIPPE HERLIN

- Chercheur en finance et chargé de cours au Conservatoire national des arts et métiers. Il s'intéresse aux travaux de Benoît Mandelbrot sur les risques extrêmes et au concept du cygne noir de Nassim Taleb.
- Auteur de *Finance : le nouveau paradigme* (Eyrolles, 2010), qui a obtenu le prix spécial du jury Turgot 2011. Cet ouvrage a été repris et développé dans *Repenser l'économie* (Eyrolles, 2012). Il a par ailleurs publié, toujours chez le même éditeur et en 2012, *France, la faillite ? et L'Or, un placement d'avenir*.

PHILIPPE JURGENSEN

- Diplômé de l'Institut d'études politiques de Paris et de l'ENA.
- Inspecteur général des finances. Il a commencé sa carrière en 1969 en qualité d'inspecteur des finances ; en 1973-1974, a été chargé de mission auprès du cabinet du ministre de l'Économie et des Finances. À partir de 1974, il entre à la direction du Trésor en tant que chef de bureau, puis sous-directeur des Affaires multilatérales et à partir de 1982, directeur adjoint du Trésor et chef du service des Affaires internationales. De 1985 à 1987, est directeur des relations économiques extérieures (DREE) au ministère de l'Économie et des Finances, puis, pendant six ans, à partir de 1989, directeur général de la Caisse française de développement. En 1995, président-directeur général de la Sofaris, puis en octobre 1996, président-directeur

général de l'Anvar, et également de 1996 à juin 2005, secrétaire général du Comité interministériel Eurêka.

- Depuis juillet 2004, président de l'Acam.
- Professeur d'économie à Sciences-Po (Paris).
- Auteur de six ouvrages, notamment sur la monnaie européenne et sur l'économie du développement.

JEAN-SÉBASTIEN LANTZ

- Lauréat du prix Turgot 2005 pour son ouvrage *La VALO : valorisation stratégique et financière*.
- MBA et docteur ès sciences de gestion spécialisé en finance.
- Professeur pendant dix ans d'économie financière à l'École nationale supérieure des télécommunications ParisTech, puis à l'IAE d'Aix-en-Provence.
- Directeur du cabinet de conseil en gestion d'entreprise Valoprime.
- Ancien capital-risqueur, a modélisé de nombreux plans d'affaires dans des environnements technologiques extrêmes. Ses expériences professionnelles et théoriques lui permettent aujourd'hui d'adapter ses méthodologies au sein de groupes internationaux : Volkswagen MAN, Microsoft, L'Oréal, Danone... Il est également spécialisé dans la formation « exécutive » et dispense ses enseignements de la finance dans les institutions suivantes : Saïd Business School Oxford, WHU Koblenz, ISB Inde, École polytechnique, Télécom ParisTech, HEC, Essec.

ALICE LE FLANCHEC

- Professeur à l'Université Paris-I (Panthéon-Sorbonne), membre du PRISM Sorbonne.
- Coordinatrice (avec Anne Gratacap) de l'ouvrage *La confiance en gestion, un regard pluridisciplinaire*, Prix Turgot (ouvrages collectifs) en 2012.
- Directrice du Master 2 Sciences du Management (Management Stratégique International) à l'École de Management de la Sorbonne.
- Rédacteur en chef de la *Revue de Gestion des Ressources Humaines*.

VIVIEN LEVY-GARBOUA

- Diplômé de l'École polytechnique, de l'École des mines, et titulaire d'un PhD. en économie d'Harvard.
- A fait toute sa carrière bancaire chez BNP Paribas où il a été membre du comité exécutif depuis 1989, avant d'être nommé *senior advisor* en 2009.

- Économiste et auteur de plusieurs ouvrages, dont *Macroéconomie contemporaine* (Économica, avec Bruno Weymuller), *La Dette, le boom, la Crise* (1986, Économica avec Gérard Maarek), et plus récemment *Macropsychanalyse, l'économie de l'inconscient* (PUF 2007 avec Gérard Maarek) et *Les 100 mots de la crise financière* (PUF, 2009 avec Bertrand Jacquillat).

ANDRÉ LÉVY-LANG

- Diplômé de l'École polytechnique (1956) et docteur (PhD. in Business Administration, 1966) de l'université de Stanford.
- A débuté comme physicien au Commissariat à l'énergie atomique en 1960. De 1962 à 1974, dans le groupe Schlumberger, a occupé différentes fonctions techniques et de direction, en France et aux États-Unis. Entré dans le groupe Paribas en 1974, a été nommé en 1982 président du directoire de la Compagnie bancaire, banque de financements spécialisés filiale de Paribas, puis président du directoire du groupe Paribas de 1990 jusqu'à la fusion avec BNP en 1999.
- Professeur associé émérite à Dauphine, président du conseil de surveillance des *Échos*, président de la Fondation du risque et de l'institut Louis Bachelier, administrateur de Dexia, de Scor, membre du conseil de surveillance de Paris-Orléans, vice-président de l'Institut eurolplace de finance, membre du conseil de l'Institut des hautes études scientifiques, de l'American Hospital in Paris, de l'Institut français des relations internationales et de la Fondation Pierre-Gilles-de-Gennes.

THIERRY LUTHI

- Directeur financier de Cegid.
- Président de l'Association nationale des directeurs financiers et contrôle de gestion (DFCG), membre du conseil d'administration et du bureau de Lyon Place financière et tertiaire, coprésident d'un groupe de travail sur le Hub de la finance région Rhône-Alpes. Auditeur financier, puis directeur de mission Ernst and Young et Cogesco-Flipo. Responsable normes de consolidation et reporting groupe BNP Paribas. Fonctions finance-gestion (15 ans) dans le secteur de l'édition de logiciels.
- Diplômes universitaires d'économie, gestion.
- Expert-comptable.

HENRI MALOSSE

- Conseiller européen, membre du Comité économique et social européen.
- Universitaire.

GÉRARD MAAREK

- Diplômé de l'École polytechnique et de l'Ensa-e.
- A été secrétaire général de l'Insee et, de 1992 à 2000, responsable des études économiques au Crédit agricole.
- Aujourd'hui consultant indépendant, est depuis 2005 *senior adviser* à l'Edhec.
- Auteur : parmi ses livres récents, *Économie de l'enlèvement* (1997, Economica), *Macroéconomie et gestion d'actifs* (2003, Economica) et *Macropsychanalyse, l'économie de l'inconscient* (2007, PUF, avec Vivien Levy-Garboua).

MICKAËL MANGOT

- Docteur en économie.
- Enseignant à l'ESSEC (à Paris et à Singapour) et à l'IHFI.
- Consultant en finance comportementale et en économie du bonheur.
- Auteur de plusieurs ouvrages internationaux, dont *Psychologie de l'investisseur et des marchés financiers* (Dunod), prix Turgot 2006.
- Membre du Cercle Turgot.

PHILIPPE MARINI

- Ancien élève de l'ENA.
- Inspecteur des finances.
- Sénateur.
- Président de la Commission des finances au Sénat.

JEAN-BERNARD MATEU

- Associé chez Equinox-Consulting.
- Diplômé de l'École polytechnique et de télécoms ParisTech.
- Administrateur du Cercle Turgot.
- Maître de conférences à l'École polytechnique pendant dix ans.
- Compagnie Bancaire : responsables des systèmes d'aide à la décision.
- Crédit du Nord : directeur du développement commercial puis directeur des études informatiques.
- Secrétaire général puis directeur des opérations de la Banque Directe.
- Groupe Paribas, Compagnie bancaire, Crédit du Nord : secrétaire général.
- Directeur des opérations de la Banque directe.
- Groupe BPCE : membre du directoire de la Caisse d'épargne de Picardie, directeur du logement social et de l'économie sociale à la Caisse nationale des Caisses d'épargne.

Directeur général de Natixis Financement. Président du directoire de la Caisse d'épargne Rhône-Alpes.

FRANÇOIS MEUNIER

- Paris-X (économie), Paris-VII (maths), Ensaie (économie et statistique).
- Enseigne la finance d'entreprise comme professeur associé à l'Ensaie et intervient à l'ESCP et à HEC.
- Senior partner chez FM-Consult SAS, consultant en corporate finance.
- Past directeur général de Coface, l'assureur-crédit, pour la France et l'Europe de l'Ouest. Préalablement, directeur financier groupe de Coface.
- Auteur et chroniqueur économique, participe à plusieurs ouvrages collectifs sur la finance.
- Past président de la DFCG, l'Association française des directeurs financiers et du contrôle de gestion.
- Édite Le Blog du directeur financier, www.dfcbg-blog.com.

JACQUES MISTRAL

- Diplômé de l'École polytechnique, professeur agrégé et docteur en sciences économiques.
- Ancien conseiller économique du Premier ministre Michel Rocard, conseiller spécial du ministre des Finances Laurent Fabius puis conseiller financier à l'ambassade de France à Washington.
- Directeur des études économiques à l'Ifri, membre du Conseil d'analyses économiques, du Cercle des économistes.
- Chroniqueur et auteur. *La Troisième Révolution américaine* (Perrin, 2008) a obtenu le prix de l'Économie en 2008.

WILLIAM NAHUM

- Président et fondateur de l'Académie des sciences techniques comptables et financières, médiateur délégué du Crédit chargé des réseaux socioprofessionnels, past-président du Conseil supérieur de l'ordre des experts-comptables, expert-comptable, commissaire aux comptes, vice-président de la FNCD.
- Membre d'honneur du prix Turgot.

PHILIPPE NASZÁLYI

- Directeur de la première revue francophone de management, *La Revue des Sciences de gestion, Direction et gestion* des entreprises, fondée en 1965 par l'Institut français de Gestion. Professeur de sciences de gestion (section 06) à l'université d'Évry Val-d'Essonne, depuis

1996. Il y dirige depuis 2002, les formations qu'il a créées en économie sociale et en développement territorial.

DENIS NEVEUX

- Directeur associé de KPMG.
- Auteur.
- Professeur à Sciences Po Paris.

GEORGES PAUGET

- Docteur d'État en sciences économiques.
- Prix Turgot 2010 pour son ouvrage *La Banque de l'après-crise* (Revue banque).
- Directeur général du groupe Crédit agricole SA (2005-2010), de LCL et de CA-CIB.
- Président de la société de conseil Économie Finance et Stratégie, du pôle de compétitivité Europlace et de l'IEFP.
- Enseigne à l'université Paris-Dauphine, à l'IEP, professeur associé à l'université de Pékin.
- Auteur de l'ouvrage *Banque : le grand saut ?* (Revue banque / Eyrolles, 2012) et chroniqueur.

JEAN-FRANÇOIS PHELIZON

- Diplômé d'HEC et docteur ès sciences économiques.
- Fut directeur financier de la Compagnie de Saint-Gobain (1989-2000) puis CEO de Saint-Gobain Corp. et délégué général de Saint-Gobain aux États-Unis et au Canada (2000-2007) avant d'être nommé directeur général adjoint du Groupe Saint-Gobain.
- En parallèle à sa carrière industrielle, a publié de nombreux articles, notamment dans *L'Expansion*, et une vingtaine d'ouvrages sur l'économie et la stratégie en général, dont *L'Action stratégique, une traduction commentée de l'Art de la guerre de Sun Tzu, Trente-Six Stratagèmes, une Introduction à la stratégie* (en coopération avec le général Desportes) et *Psychologie de la bataille* (en coopération avec le champion d'échecs Anatoli Karpov). Beaucoup de ces ouvrages sont traduits en anglais et en chinois.

JEAN-JACQUES PLUCHART

- Diplômé de Sciences-Po et de l'Ifhi, docteur d'État en économie et habilité à diriger des recherches en gestion, il est professeur à l'université Paris-I Panthéon-Sorbonne, où il dirige le MBA Sorbonne et le DU Contrôle de gestion.
- A exercé pendant vingt ans des fonctions principalement financières au sein du groupe Total et présidé une de ses filiales.

- Auteur ou coauteur de 33 ouvrages, et d'une centaine d'articles et de communications académiques. Son livre sur l'ingénierie financière de projet a reçu le prix spécial Turgot 2000.
- Administrateur du Cercle Turgot, membre du club de lecture et vice-président de l'AEAEI-HFI.

CLAUDE REVEL

- Ancienne élève de l'ENA (1980), diplômée de l'Institut d'études politiques de Paris et de droit des affaires (Paris-II).
- Possède une double expérience publique et privée marquée par l'international. Se partage aujourd'hui entre plusieurs activités : conseil international (information, anticipation, *advocacy*), via son cabinet IrisAction créé fin 2003 ; professeure et directrice du Centre Global Intelligence & Influence de SKEMA Business School ; auteure de nombreux articles et ouvrages, conférencière. A publié en juin 2012 un essai *La France : un pays sous influences ?* (Vuibert), consacré à l'impact des influences internationales sur les États et acteurs économiques. Est également administrateur indépendant d'entreprise. Son essai *Nous et le reste du monde – Les Vrais Atouts de la France dans la mondialisation* (Éditions Saint-Simon, octobre 2007) a obtenu une mention d'honneur du prix Turgot 2008 d'économie. En 2006, a publié *La Gouvernance mondiale a commencé, acteurs, enjeux, influences* (Ellipses).
- Conseillère du commerce extérieur de la France, ancien membre du Haut Conseil pour la coopération internationale auprès du Premier ministre français, est membre de nombreux cercles et instituts publics et privés, français et internationaux.

HUBERT RODARIE

- Ingénieur diplômé de l'École centrale de Paris (1979) et de l'IEP de Paris (1981).
- Titulaire d'un DEA de mécanique des sols et de structures, a débuté sa carrière comme ingénieur au Commissariat à l'énergie atomique et à l'Électricité de France, en travaillant dans le cadre du programme électronucléaire français sur des sujets de dynamisme sismique, puis d'ingénierie. Depuis 1985, s'est tourné vers les activités financières, d'abord sur les marchés financiers au sein d'Électricité de France, puis en étant directeur général de l'Union de garantie et de placement. A participé à ce titre à

la mise en place des structures modernes de marchés en France et a animé une association de professionnels (Afinat). À partir de 1991, travaille dans les activités de gestion d'actifs financiers en tant que directeur général d'une société de gestion (BTP Investissements), puis d'un groupe de compagnies d'assurance (SMABTP) dont il est actuellement le directeur général délégué en charge des finances et de l'activité d'assurance de personnes.

PIERRE SABATIER

- Ingénieur agronome de formation, a cofondé le cabinet indépendant de recherche économique et financière PrimeView.
- Enseignant en 3^e cycle (AgroParisTech, IAE de Paris et de Poitiers, Conservatoire national des arts et métiers), conférencier, chroniqueur et coauteur de plusieurs ouvrages en tant que membre du Cercle Turgot (*La Chinamérique, Rigueur ou relance ?*), est également l'auteur de *La Chine, une bombe à retardement*, publié en juin 2012 aux éditions Eyrolles.

CHRISTIAN SAINT-ÉTIENNE

- Professeur titulaire de la chaire d'économie industrielle au Conservatoire national des arts et métiers.
- Auteur de *L'Incohérence française*, Grasset, janvier 2012.
- Triple formation française, anglaise et américaine : docteur d'État ès sciences économiques (mention très bien) et titulaire de deux masters en sciences économiques (London School of Economics and Carnegie Mellon University).
- Président de l'institut France Stratégie.
- Enseignant à l'université de Paris-Dauphine. Traite notamment des questions monétaires et financières internationales, des politiques budgétaires et des stratégies compétitives des États et des entreprises (compétitivité socio-économique, investissements stratégiques, stratégie d'aménagement des territoires).
- Membre du Conseil d'analyse économique (CAE).
- A publié 20 livres (15 ouvrages universitaires et techniques, et 5 essais) et a contribué à 15 livres collectifs. Son dernier livre est *La Fin de l'Euro* (Bourin Éditeur, 2009). A obtenu pour ses ouvrages deux prix de l'Académie des sciences morales et politiques, deux fois le prix Turgot du meilleur livre d'économie financière, ainsi que le prix de la meilleure

thèse soutenue en 1981 pour son doctorat d'État.

PASCAL SALIN

- Professeur émérite à l'université Paris-Dauphine.
- Président, de 1994 à 1996, de la Société internationale du Mont Pèlerin.
- Auteur de plusieurs ouvrages (parmi lesquels *La Vérité sur la monnaie*, Paris, Odile Jacob, 1990 ; *Libéralisme*, Odile Jacob, 2000 ; *Français, n'ayez pas peur du libéralisme*, Odile Jacob, 2007 ; *Revenir au capitalisme... pour éviter les crises*, Odile Jacob, 2010). A également publié de nombreux articles, principalement en français et en anglais, dans des revues, ouvrages collectifs et journaux en France et à l'étranger.

MICHEL SCHELLER

- Membre d'honneur du Cercle Turgot.
- Ingénieur général de l'armement.
- Président de l'Association aéronautique et astronautique de France.

JEAN-MICHEL SEVERINO

- Membre de l'Académie des technologies et gérant d'Investisseur et Partenaire.
- Avec Olivier Ray qui est économiste à la Direction de la prospective du ministère des Affaires étrangères est l'auteur de *Le Grand Basculement : la question sociale à l'échelle mondiale*. Odile Jacob, 2011, prix Turgot 2012.

CAROL SIROU

- Diplômée de l'Institut d'études politiques de Paris (1989) et titulaire d'un DESS de finances d'entreprise de Paris-IX Dauphine (1990).
- Présidente de Standard & Poor's Credit Market Services France, est en charge des opérations de l'activité de notation pour la zone francophone, soit la France, la Belgique, la Suisse, le Luxembourg et l'Afrique francophone.
- Représente, depuis fin janvier 2009, Standard & Poor's auprès des autorités politiques et de tutelle, ainsi qu'auprès de la communauté financière de la zone francophone et est chargée de développer l'activité de notation de Standard & Poor's dans la région.

- Présidente de McGraw-Hill Companies France depuis août 2010.
- A rejoint Standard & Poor's en 1990 en tant qu'analyste crédit, chargée de la notation d'un portefeuille varié d'émetteurs français du secteur bancaire puis du secteur public. En 2000, est devenue responsable de la notation de l'ensemble des collectivités européennes. En 2005, a pris la direction du groupe des notations souveraines et du secteur public pour l'Europe, l'Afrique et le Moyen-Orient.

CHRISTIAN WALTER

- Actuaire agrégé, professeur associé à l'IAE de Paris et directeur de la chaire éthique et finance de l'Institut catholique de Paris. Il anime le programme de recherche « Histoire et épistémologie de la finance » à la Fondation maison des sciences de l'homme (FMSH). Ses principaux domaines de recherche concernent l'application des processus de Levy à la mesure des risques en finance, et l'épistémologie de la modélisation financière.
- Conseiller scientifique du Cercle Turgot.

DANIEL ZAJDENWEBER

- Membre du comité éditorial de la revue *Risques*.
- Diplômé de l'École des hautes études commerciales (HEC, 1965), docteur en sciences économiques et gestion (1972).
- Professeur émérite à l'université Paris-Ouest Nanterre-La Défense, où il a dirigé le master Banque, Finance, Assurance. Ingénierie financière et commerciale.
- Auteur de *Hasard et Prévision* (Economica, 1976, avec une préface de Benoît Mandelbrot), *Économie des extrêmes* (Flammarion, 2000, réédité en 2009, dans une version revue et augmentée dans la collection Champs essais), livre qui a reçu le prix Risques-*Les Échos* (2001) et le prix Turgot du meilleur livre d'économie financière (2000-2001). Est aussi l'auteur de *Économie et Gestion de l'assurance* (Economica, 2006) et de nombreux articles publiés dans des revues scientifiques sur l'évaluation et l'assurance des risques naturels ou technologiques et sur les risques financiers.

Prélude L'évolution de la Banque centrale européenne

PHILIPPE MARINI

La Banque centrale européenne (BCE) suscite actuellement des débats passionnés, ce qui n'est jamais bon signe pour une banque centrale.

Elle a tout d'abord réagi à la crise en réduisant fortement ses trois taux directeurs – prêt marginal, facilité de dépôt et opérations principales de refinancement –, essentiellement d'octobre 2008 à mai 2009. Ils sont désormais respectivement de 1,75 %, 0,25 % et 1 %.

Cependant, il est vite apparu que la baisse des taux ne pouvait suffire.

Jusqu'alors, le rôle de la BCE correspondait plus ou moins à ce qu'il est convenu d'appeler le consensus de Jackson Hole¹, selon lequel les banques centrales devaient se limiter à lutter contre l'inflation. Par ailleurs, l'article 123 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) interdit le financement des États par la BCE.

La BCE a cependant été contrainte à devenir l'un des acteurs essentiels de la stabilité financière de la zone euro, notamment en prenant certaines libertés par rapport à une lecture stricte de l'article 123 du TFUE. Ses doutes, partagés notamment par l'Allemagne, sur la volonté de certains États de réduire leur déficit public, la conduisent toutefois à demeurer en quelque sorte « au milieu du gué », ce qui lui vaut d'être critiquée à la fois par les tenants d'une stricte orthodoxie et par les partisans d'un rôle plus actif.

1. Du nom d'une ville du Wyoming où la Réserve fédérale de Kansas City (compétente pour plusieurs États dont le Wyoming) organise une conférence annuelle consacrée à la politique monétaire.

Sans rétablissement de la confiance entre la BCE et les États, permettant à celle-ci de jouer plus pleinement son nouveau rôle, la sortie de la crise des dettes souveraines risque d'être chaotique, et nous réserve encore bien des surprises...

LA FIN DU CONSENSUS DE JACKSON HOLE

Le recours à des instruments de politique monétaire non conventionnels

Seule la BCE a la « force de frappe » nécessaire pour éviter l'effondrement de la zone euro

Seule la BCE, par sa capacité de création monétaire, a les ressources suffisantes pour mettre fin aux anticipations autoréalisatrices suscitant des augmentations auto-entretenu des taux d'intérêt.

Certes, le FMI et les dispositifs européens devraient bientôt approcher « optiquement » les capacités de financement nécessaires.

Les capacités de prêt disponibles pour le FMI et les dispositifs européens (Fonds européen de stabilité financière, FESF, et Mécanisme européen de stabilité, MES) pourraient passer prochainement d'environ 600 milliards d'euros¹ à plus de 1 000 milliards d'euros².

Toutefois, il faut garder à l'esprit que le FESF et le MES, qui se financent par émissions obligataires avec la garantie des États ou par dotations en capital des États, eux-mêmes financés de la même façon, risquent de ne pouvoir accéder à de telles ressources à des conditions acceptables en cas de crise grave.

Certains commentateurs – comme Willem Buiters, chef économiste de Citigroup³ – considèrent ainsi que le FMI et les différents fonds mis en place

-
1. Environ 300 milliards d'euros disponibles pour le FESF/MES (en raison d'engagements d'environ 200 milliards d'euros) + environ 300 milliards d'euros pour le FMI = environ 600 milliards d'euros.
 2. Environ 500 milliards d'euros pour le FESF/MES+ environ 600 milliards d'euros pour le FMI si ses ressources sont accrues de 300 milliards d'euros (objectif de 466 milliards d'euros, dont 200 milliards d'euros déjà promis par l'UE)= 1 100 milliards d'euros.
 3. Voir John McDermott dans « *Step inside the mind of Willem Buiters – but tread carefully* », <http://ftalphaville.ft.com> (blog du *Financial Times*), 6 décembre 2011.

dans le cadre de la zone euro ont pour intérêt essentiel de légitimer un éventuel renforcement du rôle de la BCE.

La BCE a considérablement accru son bilan

Afin d'éviter l'effondrement de la zone euro, la BCE a décidé de recourir à divers instruments de politique monétaire dits « non conventionnels », qui ont eu comme effet d'augmenter son bilan de 1 020 milliards d'euros de fin janvier 2011 au 18 mai 2012 (son bilan passant de 1 960 milliards d'euros à 2 980 milliards d'euros).

- ▶ L'aide aux banques : l'augmentation de l'encours des prêts dans le cadre des opérations d'*open market*.

La BCE a considérablement accru l'encours de ses prêts aux banques dans le cadre des opérations d'*open market* (principale source de financement des banques par la BCE), qui a augmenté de 624 milliards d'euros depuis la fin du mois de janvier 2011¹.

Dans un premier temps, les conditions de ces opérations ont été assouplies.

Surtout, la BCE a réalisé en décembre 2011 et en février 2012 deux opérations de LTRO² à trois ans pour des montants de respectivement 489 milliards d'euros et 530 milliards d'euros³.

Ces deux opérations ont fortement contribué à rassurer les marchés sur la solidité des banques et leur capacité à se financer à l'horizon de quelques années. Ainsi, le cercle vicieux entre risque de crise de liquidité des banques et risque de défaut des États, qui avait été l'un des éléments de l'extension de la crise à l'Espagne et à l'Italie au second semestre 2011, s'est interrompu. Par ailleurs, les banques espagnoles et italiennes ont en grande partie utilisé

1. Situation au 18 mai 2012.

2. Les opérations de refinancement à plus long terme (*Long Term Refinancing Operation*, LTRO) font partie des opérations d'*open market* de la BCE. Elles se distinguent des opérations principales de refinancement (*Main Refinancing Operation*, MRO) par un horizon plus lointain (habituellement trois mois, voire un an, contre une semaine pour les MRO). Les deux LTRO de décembre 2011 et février 2012 se sont caractérisées par une maturité particulièrement longue, de trois ans.

3. Le fait que l'encours des prêts aux banques ait augmenté de seulement 624 milliards d'euros s'explique par la diminution de l'encours des MRO, à plus court terme que les LTRO.

ces liquidités pour acheter des titres de dette publique de leur pays (ce que les opérateurs de marchés ont appelé le « Sarko Trade »¹), renationalisant ainsi en quelque sorte leurs dettes respectives.

La nature ambiguë des LTRO est mise en évidence par la tentative de l'Espagne de faire financer en mai 2012 la recapitalisation de Bankia par la BCE.

Selon le *Financial Times* qui est à l'origine de l'information, il s'agissait de recapitaliser Bankia en « injectant 19 milliards d'euros d'obligations souveraines dans sa société parente, qui auraient alors pu être échangées contre des liquidités dans le cadre du dispositif de refinancement à trois mois de la BCE, évitant la nécessité d'émettre ces sommes sur les marchés obligataires »².

La BCE a indiqué le 30 mai 2012 ne pas avoir été consultée. La première version de son communiqué estimait toutefois qu'une telle opération n'aurait pas été possible, sans préciser la nature de cette impossibilité³.

Cela montre bien l'ambiguïté des LTRO, dont la nature est somme toute assez proche du dispositif envisagé par l'Espagne.

L'aide aux États : le programme pour les marchés de titres (*Securities Market Programme, SMP*).

La BCE mène depuis le 10 mai 2010 une politique d'achat de titres publics sur le marché obligataire secondaire : c'est le programme pour les marchés de titres (*Securities Market Programme, SMP*).

On rappelle que l'article 125 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) interdit à l'UE de reprendre à sa charge la dette des États membres, et son article 123 à la BCE de financer les États

-
1. Nicolas Sarkozy a déclaré lors de l'annonce de la première LTRO à trois ans : « Chaque État pourra se tourner [pour se financer], vers ses banques qui disposeront des liquidités. » Les opérateurs de marchés ont appelé « Sarko Trade » le fait, pour les banques, d'emprunter à 1 % pour acheter des titres souverains davantage rémunérés.
 2. *Financial Times*, 29 mai 2012. Traduction de l'auteur.
 3. Comme l'a souligné le blog <http://ftalphaville.ft.com>, la première version de son communiqué mis en ligne précisait que « les fonds nécessaires pour assurer la conformité des banques avec les exigences de capital ne peuvent pas être fournies par l'Eurosystème » (traduction de l'auteur), ce qui a ensuite été retiré.

membres. Cela explique que la BCE ne puisse pas intervenir sur le marché primaire.

Le 18 mai 2012, l'encours de ces titres était de 212 milliards d'euros.

Contrairement à ce qui est le cas aux États-Unis, il ne s'agit pas d'assouplissement quantitatif. En effet, ces achats de titres sont « stérilisés », c'est-à-dire qu'ils ne créent pas de base monétaire, et ne contribuent donc pas à l'inflation.

- ▶ Un bilan supérieur en points de PIB à celui de la Réserve fédérale des États-Unis, mais concentré sur les banques.

La BCE est souvent accusée de « frilosité » par rapport à d'autres banques centrales, comme la Réserve fédérale des États-Unis.

En effet, elle n'a acquis que 212 milliards d'euros¹ de titres dans le cadre du SMP (soit environ 2 points du PIB de la zone euro). La Réserve fédérale des États-Unis détient quant à elle 1 657 milliards de dollars² de titres du Trésor, soit (pour un PIB de l'ordre de 15 000 milliards de dollars) environ 10 points du PIB des États-Unis.

Cependant, le bilan actuel de la BCE correspond à environ 30 % du PIB de la zone euro. À titre de comparaison, la Réserve fédérale (tout comme la Banque d'Angleterre) a un bilan de l'ordre de seulement 20 points de PIB.

Ce paradoxe vient de ce que la BCE utilise essentiellement l'augmentation de son bilan pour aider les banques. En effet, il lui faut prendre en compte le fait que si aux États-Unis les marchés assurent les trois quarts du financement de l'économie, tel n'est pas le cas dans la zone euro, où les trois quarts de ce financement sont assurés par les banques.

Le secrétariat du Comité européen des risques systémiques

La rupture avec le consensus de Jackson Hole se manifeste également par le fait que la BCE assure le secrétariat du Comité européen des risques systémiques (*European Systemic Risk Board*, ESRB).

1. Montant au 18 mai 2012.

2. Montant au 23 mai 2012.

L'ESRB, instauré par un règlement de novembre 2010, fait partie du Système européen de supervision financière (*European System of Financial Supervision, ESFS*), qui comprend également trois organismes chargés de la supervision microprudentielle¹.

Le président et le vice-président de la BCE sont membres du conseil général de l'ESRB, et la BCE en assure le secrétariat.

Par ailleurs, les représentants des banques centrales détiennent la majorité au conseil général de l'ESRB.

UNE CRISE DE CONFIANCE SUSCITANT UNE COORDINATION INSUFFISANTE ENTRE POLITIQUE MONÉTAIRE ET POLITIQUES BUDGÉTAIRES

La volonté de certains États de réduire leur déficit public suscite des interrogations

La BCE refuse de jouer un rôle de prêteur en dernier ressort inconditionnel des États.

Indépendamment du jugement que l'on peut porter sur une éventuelle frilosité de sa part, force est de constater que certains États n'ont pas démontré leur volonté de réduire leur déficit s'ils n'y sont pas contraints par les marchés.

En août 2011, le gouvernement de Silvio Berlusconi est revenu sur son engagement à mettre en œuvre certaines mesures en échange de l'extension du SMP.

Plus récemment, l'Espagne a annoncé que son déficit public a été stable en 2011, à environ 9 points de PIB, alors que jusqu'à la fin de 2011 son gouvernement affirmait que l'objectif de 6 points de PIB serait atteint. Si le respect de l'objectif fixé pour 2011 aurait vraisemblablement entraîné une récession, le dérapage du déficit provient en quasi-totalité non de la moindre croissance, mais du fait que l'Espagne n'a pas fait les efforts demandés, en laissant notamment les finances de ses communautés autonomes dérapier.

1. L'Autorité bancaire européenne (*European Banking Authority, EBA*), l'Autorité européenne des assurances et des pensions (*European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA*) et l'Autorité européenne des marchés financiers (*European Securities and Markets Authority, Esma*).

Enfin, les récentes élections législatives en Grèce ont conduit le 6 mai 2012 à une situation de blocage, aucun parti ne pouvant constituer de majorité. Si le parti de droite Nouvelle Démocratie est favorable au respect par la Grèce de ses engagements, tel n'est pas le cas de la coalition de la gauche radicale Syriza. De nouvelles élections devaient se tenir le 17 juin 2012.

La BCE limite son soutien aux États

Le refus de la BCE de jouer un rôle de « prêteur en dernier ressort » inconditionnel vis-à-vis des États

- ▶ Le contrat implicite actuel : les États réduisent leur déficit, en échange de quoi la BCE accepte de les aider.

La BCE ne peut pas laisser la zone euro s'effondrer. Elle a donc été amenée à jouer un rôle de plus en plus politique, en conditionnant son soutien à des réformes de la part des États, dans le domaine budgétaire, mais aussi économique.

Tout d'abord, en « échange » des achats de titres de la BCE sur le marché secondaire, Jean-Claude Trichet, alors président de son conseil des gouverneurs, et Mario Draghi, son futur successeur, ont adressé confidentiellement le 5 août 2011 un courrier au gouvernement italien¹, dont le contenu a été révélé par la presse, et exigeant des réformes économiques et budgétaires relativement précises.

Ensuite, la BCE est à l'origine du Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance de l'Union économique et monétaire (dit TSCG)².

1. Un courrier analogue a également été adressé au gouvernement espagnol.
2. Le 1^{er} décembre 2011, Mario Draghi a déclaré devant le Parlement européen : « Ce dont d'après moi notre union économique et monétaire a besoin, c'est d'un nouveau pacte budgétaire (*fiscal compact*). [...] D'autres éléments pourraient suivre, mais l'ordre importe. » Lors du sommet franco-allemand du 5 décembre 2011, Nicolas Sarkozy et Angela Merkel ont annoncé leur intention d'adopter d'ici à mars 2012 un nouveau traité impliquant, selon les termes de l'ancien président de la République, « une règle d'or renforcée et harmonisée au niveau européen pour que tous les budgets des Dix-Sept comportent une disposition constitutionnelle qui permette aux cours constitutionnelles nationales de vérifier que le budget national va vers le retour à l'équilibre ». Ce n'est qu'ensuite que la BCE a réalisé, le 22 décembre 2011, sa première opération de LTRO à trois ans, pour un montant de 489 milliards d'euros. Le TSCG a été signé le 2 mars 2012 par les 27 États, sauf le Royaume-Uni et la République tchèque. Il doit encore être ratifié, notamment par la France.

Enfin, le 25 avril 2012, Mario Draghi a déclaré, devant le Parlement européen, qu'il était en faveur d'un « pacte de croissance » (*growth compact*). Le 24 mai 2012, il a précisé lors d'une conférence qu'un tel pacte devrait selon lui reposer sur trois piliers : une vision claire de l'avenir de la zone euro à l'horizon d'une dizaine d'années, des réformes des marchés des biens et services et du marché du travail, et des investissements publics, en particulier grâce à la Banque européenne d'investissement.

► Cette attitude de la BCE entretient-elle la crise ?

Certains observateurs considèrent que la BCE devrait en faire davantage.

Cette attitude nuancée de la BCE, consistant à s'efforcer d'éviter un effondrement du système tout en subordonnant son action à la réalisation par les États de réformes selon elle nécessaires à sa viabilité à long terme, est critiquée par certains observateurs.

En effet, si l'on excepte la Grèce, dont la situation des finances publiques était intrinsèquement insoutenable, la crise de la zone euro correspond à ce que les économistes appellent une « crise autoréalisatrice » : les craintes des investisseurs sur un possible défaut de certains États suscitent une augmentation de leurs taux d'intérêt, ce qui renforce les craintes des investisseurs, et permet à la hausse des taux de s'auto-entretenir.

Si ce phénomène se produit dans la zone euro et pas dans d'autres régions du monde, alors que, par exemple, la situation des finances publiques américaines, japonaises et britanniques est au moins aussi mauvaise, c'est notamment parce que, contrairement à ce qui est le cas dans ces pays, la BCE considère, du fait notamment de l'article 123 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, qu'elle ne peut jouer pleinement un rôle de « prêteur en dernier ressort ».

Toutefois, les marchés considèrent qu'en cas de risque de catastrophe la BCE jouerait son rôle de prêteur en dernier ressort.

Ce point de vue doit toutefois être nuancé par le fait que les marchés financiers semblent considérer que si la zone euro se trouvait au bord du gouffre, la BCE ferait le nécessaire.

Ainsi, lors de son audition par la commission des finances et la délégation à la prospective du Sénat le 8 février 2012, Gilles Moëc, chef économiste à la Deutsche Bank, a déclaré : « Que peut faire la BCE si tout échoue,

c'est-à-dire si après les premiers effets positifs de la LTRO à trois ans on retombe dans certaines ornières politiques en Italie ou en Espagne ? Alors le SMP doit être l'arme de dernier ressort. Sans aucun doute la BCE n'a aucun intérêt à préannoncer une intervention massive pour acheter des obligations d'État, mais les marchés fonctionnent sur la conviction implicite que la BCE ferait le métier et relancerait le SMP, en cas de crise majeure. »¹

Le refus de la BCE de favoriser une dépréciation de l'euro

Le manque de confiance de la BCE vis-à-vis de certains États contribue également à expliquer qu'elle ne mène pas de politique monétaire ou de change plus favorable.

Selon les estimations usuelles, une dépréciation de l'euro de 10 % augmente la croissance de 0,5 point. Comme par ailleurs une réduction du déficit structurel de 1 point réduit la croissance d'environ 0,5 point, le taux de change peut jouer un rôle significatif dans le succès de la politique actuelle de réduction des déficits.

Ainsi, Patrick Artus souligne à ce sujet, dans une récente tribune, qu'une telle politique monétaire et de change a été une condition du succès des ajustements budgétaires passés, et estime que la BCE devrait mener une politique de dépréciation de l'euro².

Le rôle croissant des banques centrales nationales : un symptôme ?

Les banques centrales nationales de l'eurosysteme jouent un rôle croissant, se situant parfois à la frontière de la monétisation de la dette, ce qui peut être interprété comme un symptôme du besoin d'un rôle plus important de la BCE, ou un contournement plus ou moins explicite de sa doctrine.

Tout d'abord, le FMI est financé non par des contributions budgétaires ou des garanties des États, mais par l'engagement de ceux-ci que leurs banques centrales lui fournissent certaines sommes, par création monétaire s'il le demande. Les 150 milliards d'euros d'augmentation des contributions bilatérales auxquels les États membres de la zone euro se sont engagés dans un communiqué du 19 décembre 2011 seraient financés de cette manière.

1. Compte-rendu de la commission des finances du Sénat, 8 février 2012.
2. *Les Échos*, 31 mai 2012.

Si la BCE est impliquée, son accord n'est pas formellement nécessaire. La question est ouverte de savoir si un tel volume pourrait être amplifié et dans quelles proportions.

Les banques centrales nationales jouent également un rôle important dans le cadre du soutien exceptionnel à la liquidité bancaire (*Emergency Liquidity Assistance, ELA*). L'accord du conseil des gouverneurs de la BCE est toutefois requis au-delà d'un certain montant. Les sommes en jeu sont évaluées à environ 150 milliards d'euros, dont 100 milliards pour la Grèce.

COMMENT METTRE FIN AUX ANTICIPATIONS AUTORÉALISATRICES DÉFAVORABLES ?

Permettre à la BCE de jouer efficacement son rôle de prêteur en dernier ressort

La solution proposée (notamment) par la commission des finances du Sénat : « brancher » le FESF ou le MES sur la BCE

On peut se demander dans quelle mesure la BCE, qui n'a pas de légitimité démocratique, pourra continuer à jouer un rôle aussi manifestement politique.

Ainsi, dans un rapport fait pour la commission des finances du Sénat au début du mois de septembre 2011¹, je suggérais de mettre en place un fonds de grande taille « branché » sur la BCE, ayant le statut de banque, et que je proposais d'appeler Fonds monétaire européen. Ce fonds se serait financé en déposant comme collatérales les émissions de l'État bénéficiaire.

Je n'étais pas à l'origine de cette idée qui a semble-t-il été exprimée pour la première fois par Willem Buiters, économiste en chef de la banque Citigroup, dans un article de janvier 2011². Cette idée avait été développée en août 2011 par Daniel Gros et Thomas Mayer dans un article³ du *Center for European Policy Studies*.

-
1. Rapport n° 787 (2010-2011), 8 septembre 2011. <http://www.senat.fr/rap/l10-787/l10-787.html>.
 2. Willem Buiters, Ebrahim Rahbari, Jürgen Michels, Giada Giani, *The Debt of Nations*, Citigroup, 7 janvier 2011.
 3. Daniel Gros et Thomas Mayer, *August 2011 : What to do when the euro crisis reaches the core*, CEPS Commentary, 18 août 2011.

La proposition de transformer le FESF en banque a ensuite été reprise par le précédent gouvernement qui l'a défendue lors des récentes négociations avec nos partenaires. Elle a également été soutenue par François Hollande, notamment en décembre 2011¹.

Un préalable : le rétablissement de la confiance entre la BCE et les États

Une telle solution ne pourrait toutefois être mise en œuvre sans que soit préalablement rétablie la confiance entre la BCE et les États, ce qui suppose que ceux-ci mènent une politique budgétaire crédible.

Ainsi, la proposition ci-devant s'est heurtée jusqu'ici à l'opposition de l'Allemagne et de la BCE.

Par ailleurs, bien que le traité instituant le MES n'interdise pas l'octroi d'une licence bancaire par la BCE, il n'y a pas de consensus sur la possibilité de transformer le FESF en banque sans modifier le TFUE.

Mettre en place au niveau européen des dispositifs de résolution des crises bancaires et de garantie des dépôts

Si les deux LTRO à trois ans ont permis d'interrompre le cercle vicieux alors en train de s'instaurer entre problèmes de liquidité du système bancaire et difficultés de financement des États, des opérations de ce type, ainsi que les aides d'urgence à la liquidité des banques centrales nationales, pourraient ne pas suffire à assurer durablement la stabilité du système bancaire.

En particulier, il semble nécessaire d'instaurer au niveau de la zone euro un dispositif de résolution des crises bancaires et un dispositif de garantie des dépôts.

La place de la BCE dans cette nouvelle architecture reste à déterminer.

En conclusion, quelle que soit la solution institutionnelle retenue, la BCE jouera donc un rôle essentiel dans la stabilisation de la zone euro.

1 « La confiance peut revenir rapidement et la spéculation être vaincue si (...) le Fonds européen de stabilité financière se transforme en banque pour venir en soutien des pays les plus vulnérables (...) » (Entretien de François Hollande au *Journal du Dimanche*, 3 décembre 2011).

Il faut toutefois être conscient du fait que si elle peut donner aux États un peu plus de temps pour assainir leurs finances publiques, elle ne peut les dispenser de le faire. Une plus grande implication de la BCE ne doit pas être considérée comme une alternative à la réduction du déficit public. Croire le contraire pourrait conduire à un conflit ouvert entre la BCE et certains États, et avoir des conséquences dévastatrices.

De ce point de vue, l'absence de réduction du déficit public de l'Espagne en 2011 et les résultats du scrutin du 6 mai 2012 en Grèce sont préoccupants. En même temps, on conçoit bien qu'imposer à des États qui ont un taux de chômage de 20 % une croissance durablement négative n'est pas politiquement réaliste. La définition par les États d'une stratégie crédible est donc plus que jamais essentielle. Il est à souhaiter que la France s'associe sans réticences à cet effort, malgré les ambiguïtés actuelles...

Partie 1

VERS DE NOUVEAUX
PARADIGMES
DE LA FINANCE

La première partie de l'ouvrage est consacrée à l'émergence, à l'expansion et au déclin du paradigme conventionnel – dit « standard » – de la finance moderne, fondée sur les principes du néolibéralisme économique. Cette partie est organisée en trois séquences, portant respectivement sur le macrosystème financier, sur ses principaux modèles et sur ses pratiques.

Dans la première séquence, Jean-Louis Chambon et Jean-Jacques Pluchart observent que les réformes financières des années 1980 – et notamment celles de l'année 1986, date de naissance du prix Turgot – préfigurent certaines des mutations qui ont transformé la finance des années 1990 et 2000. Puis, Pascal Blanqué trace les limites du système actuel de financement à long terme et pose les fondations d'un nouveau « macrosystème de croissance ». Enfin, Jean-Michel Severino s'interroge sur les conditions du « grand basculement » du système économique mondial.

Dans une deuxième séquence, consacrée aux modèles de la finance, Philippe Herlin souligne l'intérêt de substituer des fonctions de puissance aux lois gaussiennes, dans les modèles d'évaluation des actifs financiers. Mickaël Mangot retrace l'évolution de la finance comportementale depuis vingt-cinq ans et s'interroge sur son avenir. Vivien Levy-Garboua et Gérard Maarek adoptent une approche originale, de nature psychanalytique, des crises du XXI^e siècle.

Dans une troisième séquence relative aux mutations des principaux métiers de la finance (hors métiers de la banque, traités dans la troisième partie), Jean-François Phelizon retrace l'évolution des pratiques des dirigeants des sociétés du CAC 40. Béatrice Guynamant et Frank Bournois présentent les nouveaux défis des managers des salles de marchés. Alice Le Flanhec indique comment les fonctions financières interagissent de plus en plus avec celles des directeurs des ressources humaines. Enfin, Jean-Jacques Pluchart explique comment la confiance dans la chaîne financière s'est progressivement transformée en défiance, rendant nécessaire la mise en place de nouveaux modèles de régulation des marchés et de gouvernance du système financier international.

1986 : naissance de la finance moderne et du prix Turgot

JEAN-LOUIS CHAMBON ET JEAN-JACQUES PLUCHART

Le prix Turgot du meilleur livre d'économie financière a été lancé en 1986 à l'initiative de l'Association des anciens élèves et des élèves de l'Institut de haute finance (IHFI). L'année 1986 est généralement considérée dans les milieux financiers français comme la date de naissance de la finance moderne¹. Elle marque le début d'une série d'événements qui ont contribué à instaurer une nouvelle gouvernance financière mondiale. Chaque épisode de l'histoire du capitalisme financier depuis 1986 a fait l'objet de commentaires et d'analyses dans les ouvrages qui ont été sélectionnés par le club de lecture (composé d'anciens élèves de l'IHFI), puis nominés ou primés par le grand jury du prix Turgot (constitué de hautes personnalités du monde de l'économie, de la finance, de l'entreprise et de l'université).

DU DIRIGISME AU LIBÉRALISME FINANCIER

Les années 1980 ont été traversées par un vaste courant de déréglementation, directement inspiré par les théories néolibérales de l'école de Chicago, animée par Milton Friedman, et engagée dès 1979 sur les marchés américain et britannique. À la faveur d'une maîtrise de l'inflation provoquée par les chocs pétroliers de 1973 et 1979, puis d'une reprise de l'activité économique, les cours boursiers quadruplèrent entre 1982 et 1987 sur les principales places boursières, ouvrant ainsi la première ère des *golden boys*.

En France, le second marché fut inauguré en 1983 et les titres financiers furent dématérialisés en 1984. Le marché monétaire fut profondé-

1. Les théoriciens anglo-saxons de la finance fixent plutôt cette date en 1973, marquée à la fois par la publication de la célèbre formule de valorisation des options sur actions, conçue par Black, Scholes et Merton, et par l'ouverture du CBOE (Chicago Board Options Exchange).

ment réformé en 1985 ; le Matif (marché à terme de France) fut ouvert le 20 février 1986, suivi du Monep (marché des options négociables de Paris) le 10 septembre 1987 ; la loi du 22 janvier 1988 transforma la Compagnie des agents de change en Société des Bourses françaises (rebaptisée « Paris Bourse SA ») ; les premières options sur l'indice CAC 40 furent introduites en 1988... Sur le plan monétaire, les années 1980 ont été marquées par l'arrimage du franc au mark, qui déclencha la bataille du « franc fort », considéré comme un facteur de stabilité économique pour les uns et de handicap à l'exportation pour les autres.

Parmi les multiples événements qui marquèrent la planète financière au cours des années 1980, il convient également de signaler le *big bang* de la place de Londres survenu en 1986, avec la mise en place d'un système électronique de cotation en continu, et en 1987, la création du réseau Global Alliance de négociation en continu par le Chicago Mercantile Exchange.

DE LA DÉRÈGLEMENTATION AUX DÉRÈGLEMENTS DES MARCHÉS

La déréglementation des marchés a favorisé leurs dérèglements. Une première crise de la dette des pays en développement éclata en 1982. Les caisses d'épargne américaines connurent leur première faillite en 1983. Le « lundi noir » (19 octobre 1987) fut marqué par la plus forte baisse (22,6 %) en une seule séance de l'histoire du Dow Jones depuis le « jeudi noir » de 1929, et le krach de Wall Street fut suivi par ceux des autres grandes Bourses occidentales ; les cours des *junk bonds* (obligations à haut risque) s'effondrèrent en 1989. À la fin des années 1980, apparurent les premiers signes de la crise immobilière des années 1990...

DES NATIONALISATIONS AUX PRIVATISATIONS

La décennie 1980 fut également bouleversée par la nationalisation des principaux groupes industriels et financiers français en 1981, suivie de trois vagues de privatisations en 1986-1988, 1993-1996 et 1997, entrecoupées par deux étapes de « ni-ni » (« ni nationalisation-ni privatisation »). Ces mouvements donnèrent lieu à la multiplication d'opérations financières complexes, alors nouvelles sur le marché français (offres publiques d'achat ou d'échange avec effet de levier, « noyautages » puis « dénoyautages » des capitaux sociaux des « champions nationaux »...). Ces opérations ont contribué à partiellement remodeler le « capitalisme à la française ».

DE L'ACTE UNIQUE AU TRAITÉ DE MAASTRICHT

Au sein de l'Union européenne, l'année 1986 fut marquée par l'adoption de l'Acte unique qui visait à instaurer un « grand marché » bénéficiant d'une libre circulation des personnes, des biens, des services et des capitaux. Inspiré du « rapport Werner », il érigeait les fondements d'une union monétaire, impliquant la « convergence » des politiques économiques et monétaires de ses pays membres. Le sommet de Hanovre de juin 1988 confia à un comité d'experts, présidé par Jacques Delors, le soin de proposer un plan de mise en œuvre de cette union. Le comité proposa de créer un Système européen des banques centrales (SEBC), avec un statut – novateur en Europe – d'institution monétaire indépendante. Ces propositions furent reprises dans le traité de Maastricht, signé le 7 février 1992, qui prévoyait le lancement de la monnaie unique, baptisée « euro », au sommet de Hanovre en 1995, puis mise en circulation en 1999.

La création de l'euro permit d'atténuer les effets des crises économiques en évitant les fluctuations des changes au sein de la zone euro. Elle permit également aux investisseurs de bénéficier de faibles loyers de l'argent et de faire face aux attaques spéculatives. Mais sa forte appréciation face au dollar (+ 57 %) et au yuan (+ 53 %) entre 2001 et 2004 a contribué à handicaper les exportations européennes (à l'exception de celles de l'Allemagne) et à fragiliser le tissu industriel du Vieux Continent. Les hausses des prix à la consommation consécutives à l'adoption de l'euro ont par ailleurs sapé la confiance dans la monnaie unique. Le Pacte de stabilité et de croissance amorcé dès 1986 n'a donc pas eu les effets escomptés, puisque la plupart des pays de « l'euroland » ont ensuite relâché leur discipline budgétaire et ont creusé leurs endettements public et privé, contrevenant ainsi aux principes posés dès 1986 par les initiateurs de l'Acte unique.

DU CAPITALISME INDUSTRIEL AU CAPITALISME FINANCIER

La décennie 1980 fut ainsi traversée par un puissant mouvement de « destruction créatrice », (selon la célèbre formule de Schumpeter), des anciens paradigmes de la finance classique, et par l'édification des fondements de la finance moderne. Les problématiques soulevées par ces réformes préfigurèrent celles rencontrées par les systèmes monétaires et financiers au cours des années 1990 et 2000. Ces transformations marquèrent le passage d'une forme de capitalisme industriel à un modèle de capitalisme financier, d'un

mode de gouvernance managériale (analysé notamment par Drucker et Galbraith) à un système de gouvernance actionnariale (hérité des théories de Friedman et de Hayek). Ce nouveau cadre institutionnel, opérationnel et culturel, à la fois créatif, flexible et ouvert, a accéléré le passage de l'économie industrielle des Trente Glorieuses à l'économie financière postindustrielle, mais il a aussi ouvert une nouvelle ère d'instabilité en exposant les marchés les plus spéculatifs aux dérèglements et aux crises.

LA FINANCE DES ANNÉES 1980, QUELLES LEÇONS POUR L'AVENIR ?

Que retenir de ces bouleversements qui ont marqué l'évolution de la finance au cours de la décennie 1980, prise en charnière entre celle des années 1970, frappée par la flambée du prix du pétrole, et celle de la décennie suivante, qui ouvre l'ère de la mondialisation et de la globalisation ?

Le « thatchérisme » et le « reaganisme » ont accompagné la crise d'endettement des pays en voie de développement, mais aussi, et surtout, les profondes transformations engendrées par l'émergence d'une nouvelle forme de capitalisme financier. Le phénomène le plus profond et peut-être le plus spécifique – même si cela reste moins apparent – est l'impact de ces événements sur les états d'esprit des acteurs économiques : une prise de conscience quasi universelle de la nécessité d'une meilleure coopération économique au plan international ; une perception nouvelle de la solidarité nécessaire entre les États-nations afin de régler les problèmes financiers, comme, par exemple, la montée de la bulle financière au Japon, la faillite des caisses d'épargne américaines, l'instabilité des taux de change, notamment en Europe... Ces phénomènes ont créé les conditions d'une forme continue de « révolution silencieuse », selon l'expression de Michel Debatisse qui a invalidé la logique du « chacun pour soi ».

Le principal instrument qui suscita cette prise de conscience fut le Fonds monétaire international. Sa montée en puissance s'accéléra à partir de 1982 avec le règlement de la première crise de l'endettement international et singulièrement, des pays en voie de développement. Ce fut un Français, Michel Camdessus, directeur général du FMI de 1987 à 2000, qui pilota cette évolution structurelle, même si certaines de ses orientations n'ont pas toujours atteint l'efficacité espérée, notamment dans le cas de la crise argentine.

Si la décennie 1980 fut parfois considérée comme une décennie perdue pour certains pays en développement, elle restera fondamentalement celle de l'expansion de la coopération internationale et du retour de la croissance économique, grâce à la mise en œuvre d'une logique « gagnant-gagnant ». Aussi peut-on avec James M. Boughton, historien du FMI, retenir quatre grandes leçons de cette période qui porta réellement la finance moderne sur les fonts baptismaux : la stabilité macro-économique ; les réformes structurelles qui conditionnent la réussite d'une « économie ouverte » ; la coopération et le respect entre créanciers publics et emprunteurs, fondamentaux pour l'équilibre général ; la surveillance efficace du système financier international qui suppose un vaste consensus sur les politiques à conduire ; la volonté de limiter les effets des crises financières modernes. On ne peut qu'être frappé par la pertinence de ces leçons, lorsqu'on analyse la situation économique et financière de la première décennie du XXI^e siècle. La décennie 1980 a marqué le début d'un cycle de crises financières récurrentes. Le rideau du troisième acte de la grande tragi-comédie de la finance moderne n'est pas encore près de tomber... car, comme le rappelait La Bruyère, « les hommes ne sont ni très vertueux, ni très sages, il vaut mieux encore parier sur la sévérité que sur la bonté envers eux ».

Les pays occidentaux confrontés à des défis sans doute sans précédent – notamment en matière financière – devront donc s'efforcer de trouver le bon dosage entre la double nécessité de rigueur et de relance, afin de préserver non seulement leur modèle, mais également, leur histoire et leur culture de liberté et de démocratie.

Vers un nouveau régime économique

PASCAL BLANQUÉ

La crise dévoile les limites d'un régime de financement de l'économie et, plus généralement, d'un régime macrofinancier, dont la rupture de 2008 est issue. Les mutations incontournables qu'elle implique posent un agenda de transition.

LE RÉGIME DE FINANCEMENT À LONG TERME DE L'ÉCONOMIE

Nous mettons en perspective les difficultés de financement du secteur bancaire dans la crise et le rôle des *asset managers* et des BFI (banque de financement et d'investissement). Nous montrons que le problème est celui du financement global à long terme de l'économie et que les solutions passent par une mobilisation de tous les acteurs dans le cadre de solutions de marché. Nous partons du cas français.

Contexte

Le sentiment général d'impasse ressenti dans la crise tient largement à une mutation du mode de financement de l'économie durant la décennie écoulée. L'économie était jusqu'alors principalement financée par le système bancaire, auquel se sont joints progressivement les marchés financiers et les *asset managers* dans le courant des années 1990, ces derniers au travers des actifs monétaires détenus en CD (certificat de dépôt) bancaires et des actions. Depuis une dizaine d'années, le financement a vu un recul de la part du système bancaire et une nette augmentation du rôle des *asset managers*, au travers d'une part de la classe d'actifs du *corporate credit*, et d'autre part d'une nouvelle génération de produits et instruments, liés notamment à la titrisation (CDS, ABS, CLO, CDO...).

Dans un contexte de liquidité favorable, les *asset managers* se sont de fait substitués aux banques dans leur mission traditionnelle de transformation. Ce faisant, ils en ont importé les caractéristiques et les défis, s'engageant à une liquidité quotidienne pour des actifs à long terme et en prenant du risque de crédit. Il existait donc un *mismatch*, ou dissymétrie, entre, au passif, une liquidité totale et, à l'actif, des instruments ou classes qui pouvaient s'avérer peu ou pas liquides, *a fortiori* quand ces instruments ne sont pas cotés sur des marchés organisés.

La crise

La crise s'est manifestée par une aversion généralisée au risque et une préférence illimitée pour la liquidité et le *cash*. Les produits peu liquides ou aux valorisations incertaines (*mispricing*) ont connu un coup d'arrêt net et brutal. Les *asset managers* ont donc enregistré une forte hausse de la collecte des fonds monétaires tandis que les classes d'actifs à long terme (dont obligations *corporate*, actions), celles précisément qui assurent le financement à long terme de l'économie, accusaient un retrait sensible.

Les fonds monétaires réguliers représentaient en 2008 environ 450 milliards d'euros sur la place de Paris. Deux tiers de ce périmètre sont constitués de CD bancaires. L'ensemble de ces fonds monétaires a fortement progressé durant la crise, de près de 100 milliards d'euros, et la part des CD bancaires est demeurée au moins stable sur fond d'augmentation des programmes d'émission. La crise n'a donc pas créé un problème de financement à court terme comme on a pu l'entendre, et les *asset managers* ont continué à jouer pleinement leur rôle.

La crise a cassé le mode de financement décrit plus haut, précipitant un retour à une situation de fait semblable à celle qui prévalait jusqu'au milieu des années 1990 : le financement doit être à nouveau assuré par les seules banques au travers de leur bilan. La composante de marché du financement a connu en effet un coup d'arrêt net et brutal.

La situation créée par la crise signifie donc que l'enjeu de financement de l'économie est reporté sur le seul bilan des banques, cela même au moment où augmentent les contraintes prudentielles qui s'exercent sur elles, notamment en matière de fonds propres.

La crise a en fait posé un problème de financement global à long terme de l'économie qui se situe au-delà des seules difficultés du secteur bancaire.

L'aversion au risque qui a favorisé les placements monétaires a accentué les difficultés de financement à long terme de l'économie, mouvements que l'environnement a imposés aux *asset managers* et sur lesquels ces derniers n'ont pas de prise directe.

Que faire ?

Pour qui retient le diagnostic qui vient d'être fait, la priorité doit être de réorienter l'épargne, et en particulier l'épargne financière, vers le financement à long terme de la sphère productive économique. Trois voies doivent être simultanément explorées.

L'aversion au risque étant au cœur des difficultés de financement au travers des actifs financiers à long terme, une baisse significative des taux d'intérêt est de nature à rendre moins attractive la rémunération des placements à court terme monétaires. Il est du ressort de la Banque centrale européenne de rémunérer moins bien l'aversion au risque.

Il appartient aux *asset managers* de réinventer des produits de placement à long terme offrant un adossement adéquat de la liquidité. Les acteurs sont conscients de l'enjeu et d'une nécessaire rupture, les pistes ne manquent pas, par exemple distinguant une partie totalement liquide et des poches qui, moins liquides, seraient assorties de clauses de *lock-up* (fermeture) pour une période déterminée. Ces produits peuvent naturellement trouver leur place dans les diverses formes possibles d'incitation à la constitution d'une épargne longue de précaution, à des fins de retraite en particulier.

Car l'épargne abondante ne dispose pas, loin s'en faut, d'une structure suffisamment longue et investie sur les sous-jacents d'entreprises pour assurer le drainage des capitaux vers les besoins de financement de l'économie réelle. Cela passe par un ensemble d'incitations à la génération de solutions d'investissement appropriées, fiscales notamment, respectant mieux l'échelle du temps, du risque et de la liquidité. Des produits déjà existants peuvent servir de réceptacle à bon compte (Perco, PEA...). Plus largement, l'inégale répartition de l'épargne et des surplus mondiaux assigne aux *asset managers* occidentaux la mission de recyclage de l'épargne dégagée dans la sphère des pays émergents et d'orientation vers des projets d'investissement à long terme.

Il revient enfin aux activités de BFI, dans le cadre de marchés organisés, de renforcer la liquidité des actifs financiers et donc de l'actif des fonds gérés

par les *asset managers*. Qu'il s'agisse des CDS ou de la standardisation plus générale des produits de la titrisation, les axes d'action ne manquent pas.

L'enjeu étant global, tous les acteurs impliqués sont donc concernés. Aux *asset managers* d'assurer une construction de produits à long terme simple et liquide – qui peut justifier de tarifier cette liquidité –, au monde des marchés de fournir des instruments liquides à l'actif, au banquier central de stimuler l'appétit pour le risque en dissuadant l'aversion, aux autorités gouvernementales de favoriser le développement de supports réglementaires et fiscaux attrayants pour canaliser l'épargne financière de long terme vers l'économie.

Ces actions nécessaires auront d'autant plus de chances d'aboutir que les fausses bonnes idées auront été écartées. Ainsi faut-il se convaincre qu'il n'y a pas d'issue à la réintermédiation. Cette marche en arrière n'aurait pour conséquence que de remettre dans le bilan des banques de nouvelles difficultés, notamment de gestion des fonds propres.

Cela à un moment où la logique de la crise (*deleveraging* des BFI) est de nature à pousser les entreprises vers le financement de marché et, par ailleurs, conduit les *asset managers* et les investisseurs à fabriquer des fonds de créances (entreprises de taille moyenne, par exemple) provenant du bilan des BFI, dont ces dernières conservent une part du risque, transférant donc une part de la fonction de financement vers la sphère des investisseurs.

Une réforme structurelle des marchés est par ailleurs souhaitable. La titrisation a péri par manque de transparence et de responsabilité du système bancaire, qui originait les créances et les vendait aux *asset managers*. Un retour à la confiance passe par la mise en place de véritables marchés organisés renforçant la liquidité des actifs financiers dans un cadre de standardisation plus générale des produits de la titrisation. Il passe aussi par l'obligation faite aux banques de conserver une part des risques, ce qui est une façon efficace de les inciter à mieux sélectionner ces derniers.

Il n'est d'autre issue que dans le réamorçage de la pompe du financement à long terme de l'économie par le marché. Ce chantier nécessite la contribution de tous les acteurs. Cela était vrai dès 2008 et le reste largement quatre ans plus tard, en dépit d'une mobilisation encore très imparfaite.

LE RÉGIME MACROFINANCIER

This time, it is not different. Cette crise fut une bulle classique de crédit. Notre propos est surtout d'insister sur l'apparition d'un nouveau régime dans les années 1990, qui des États-Unis tend à s'étendre, et dont la volatilité financière et les bulles ne sont qu'une manifestation.

Caractéristiques

Le régime de croissance des années 1970 à 1980 a été marqué par l'endettement public et sa monétisation, une part très élevée des salaires dans la valeur ajoutée et l'inflation du prix des biens et services. Le régime qui s'est installé dans les années 1990, d'abord aux États-Unis, est caractérisé par de l'endettement privé, une part élevée en tendance des profits dans la valeur ajoutée et des formes diverses d'inflation financière. La liquidité, dans les économies contemporaines, est injectée sur les marchés financiers et peut y rester piégée. Le risque de ce régime est l'instabilité financière et, *in fine*, la déflation, quand éclatent ici ou là les bulles qu'il alimente. L'inflation classique a disparu, mais de nouvelles formes d'inflation sont apparues, qui expriment une préférence collective pour une *certaine* stabilité des prix. Cette préférence sera remise en question lorsque son coût ne sera plus toléré par le corps social.

Les largesses des banques centrales, en réponse aux chocs subis par l'économie mondiale depuis le krach boursier de l'année 2000, ont gonflé de nouvelles bulles financières tout en stoppant net la purge des précédentes. Les surliquidités internationales issues de politiques monétaires accommodantes dans les pays développés et de la monétisation de l'endettement extérieur américain par les banques centrales, asiatiques principalement, ont tracé leur chemin dans la sphère financière.

De bulle en bulle, de krach en krach, l'économie mondiale s'est avancée sur des déséquilibres s'additionnant, la dette privée dévoilant en bout de course la question occidentale de l'endettement public et celle de la gouvernance de la zone euro, les actions non conventionnelles des banquiers centraux disant bien le territoire inexploré d'une fuite en avant. La crise dévoile aussi un déséquilibre entre épargne et investissement entre Ouest et Est, de volume et de structure (liquidité abondante parquée dans les *treasuries* à rendement quasi nul) sur fond de besoins d'investissement et d'insuffisance de la demande globale mondiale.

Ce régime de croissance, en contexte globalisé, est assis sur le déséquilibre d'une économie américaine débitrice nette structurelle ponctionnant l'épargne mondiale. À la fois moteur de l'économie mondiale et incubateur de ses fragilités, le déficit de la balance des paiements courants américains reste au cœur de la dynamique du risque et des opportunités globales. Un axe États-Unis/Asie, que structurent le statut et le rôle (croyance, convention) du dollar, gouverne son mode de financement. La Chine y joue un rôle croissant. L'éclatement de bulles d'endettement privé révèle et accentue en retour la question des dettes publiques à l'Ouest. L'Europe, acteur marginal sur l'axe financier États-Unis/Asie et dont la philosophie monétaire refuse la monétisation des dettes, doit trouver des solutions à une crise de nature politique. *Rebalancing, deleveraging, normalization.*

Deux blocs de problématiques liées émergent. La logique de monétisation de l'axe financier États-Unis/Asie trouve les limites des déséquilibres induits (la crise asiatique puis américaine) et conduit à un ajustement des prix relatifs (taux de change, actifs) et un glissement Ouest/Est des dynamiques de croissance, du crédit et des prix. Le phénomène d'inflation financière pousse d'autre part à une nouvelle articulation des ensembles institutions (banques centrales)/marchés et crédit/inflation. Le tout s'accompagne d'une remontée de la volatilité des variables réelles et financières.

Options

Les déséquilibres macro-économiques sont, de plus en plus, reflétés et aggravés par l'inflation du prix des actifs. Les effets patrimoniaux jouent un rôle croissant, en accentuant le cycle. L'absence d'inflation du prix des biens et services a alors pour contrepartie un creusement du déficit courant.

Faute d'avoir intégré des objectifs de prix des actifs ou de crédit/PIB, les banques centrales (la Fed pour l'essentiel), se sont d'abord laissées piéger, gonflant la bulle financière chaque fois qu'elles cherchaient à éviter de nouvelles baisses du prix des biens et services en diminuant les taux d'intérêt. Mieux, elles se sont condamnées à la fuite en avant pour accommoder les logiques de dette privée puis publique, en bout de course, de façon traditionnelle puis non conventionnelle.

Dans le nouveau régime de croissance patrimoniale, les pressions s'exerçant sur les sociétés pour augmenter leur rentabilité financière condamnent l'inflation classique à demeurer faible (*restructuring, cost cutting,*

sagesse salariale). Mais l'inflation financière est présente, et ce d'autant plus que les sociétés peuvent être tentées par des gestions déraisonnables pour essayer d'obtenir ce que les tendances sous-jacentes de l'économie ne peuvent donner. La politique monétaire devient asymétrique : tout est fait pour éviter de relever les taux (l'absence d'inflation classique donne une justification) ; la politique monétaire est assouplie au premier trou d'air.

Deux options peuvent suffire à définir un nouveau régime. On peut être tenté par l'idée d'une sorte de nouvelle macro-économie, dont les prix des actifs financiers seraient les déterminants essentiels et où les déséquilibres classiques auraient perdu de leur pertinence. Le soutien à tout prix des actifs financiers assurerait la soutenabilité des déséquilibres classiques, endettement au premier chef. Cette voie est à bien des égards déjà dans les faits en régime normal, puis non conventionnel, l'imbrication des sphères financière et réelle s'accroissant à la faveur de relations de causalité non seulement plus fortes, mais aussi de plus en plus, se déployant du financier vers le réel. Du temps semble gagné sur des lois d'airain de l'endettement qui, loin d'avoir disparu, finiront peut-être par se venger.

Les banques centrales peuvent aussi s'engager dans une nouvelle bataille de crédibilité, ouvrant un nouveau front face à l'inflation financière après avoir vaincu l'inflation du prix des biens et services. L'alternance cyclique des régimes macrofinanciers voit les conditions d'impossibilité et d'insupportabilité de l'un appeler la mise en place de l'autre. L'inflation est un phénomène différentiel, certains prix montant ou baissant plus que d'autres. L'inflation classique a réuni les conditions de sa propre disparition au début des années 1980 et d'une évolution de nature politique.

Les banques centrales n'ont pas le mandat d'agir contre l'inflation financière et il est difficile d'assigner au seul taux d'intérêt de multiples fonctions, d'identifier *ex ante* une bulle, et d'en contrôler le dégonflement. La seule surveillance du crédit pourrait déjà suffire à contenir le risque. Il n'est de bulle financière qui n'ait été précédée ou accompagnée d'une progression immodérée des promesses de payer.

Plus largement, le stock de monnaie (liquidité) sert à acheter non seulement des biens, mais aussi des titres financiers. Schématiquement, l'intensité de la circulation de la monnaie dans les sphères réelle et financière est donnée par une vitesse qui mesure le nombre de fois où le stock de monnaie change de mains pour motif de transaction réelle et/ou financière. Cette vitesse alimente l'inflation du prix des biens et services (sphère réelle) et/ou

l'inflation du prix des actifs financiers (sphère financière). L'inflation, au sens de l'approche quantitative de la monnaie, reste le produit de la vélocité de la monnaie, mais cette dernière se déploie, et doit donc être enregistrée dans les deux sphères. Cette appréhension globale des deux sphères et du phénomène d'inflation ouvre la voie à une approche plus réaliste des économies contemporaines ainsi qu'à l'action des banques centrales. En un mot, dans $PV = MT$ il convient au moins d'avoir une définition plus large de V (V').

Quant à l'issue de l'équation de monétisation, une entrée en grève des créateurs de l'économie américaine ne peut être exclue, ordonnée (des taux d'intérêt plus élevés et/ou un dollar plus bas) ou brutale (restauration des équilibres courants par affaïssement de la demande interne). En scénario médian, l'émergence d'une demande interne asiatique (chinoise) doit conduire à une émancipation du yuan vis-à-vis du dollar. Ce scénario doit être favorisé et accompagné, nul n'a intérêt à une fin brutale du régime exorbitant du dollar ni aux conséquences incontrôlées d'un éclatement de bulle de crédit en Chine.

Le jeu mondial est à somme nulle : en cible, une Asie aux demandes internes plus fortes, plus autonomes, assortie d'un déficit courant ; une restauration de l'épargne et des équilibres américains avec une croissance plus faible. Les déficits seront transférés de zone en zone. Les devises et les prix plus largement s'ajusteront. La crise occidentale des dettes souveraines, qui semble retarder cet agenda, en fait partie en l'accéléralant à risques croissants de rupture.

Arbitrages

Il y a difficulté parce que l'inflation du prix des actifs met face à face deux formes institutionnelles, la banque centrale et le marché financier. La forme institutionnelle du marché (et *in fine*, de la finance, car le marché financier inclut la fonction de confiance) est en extension de ses fonctions – intermédiation, production, régulation – et en gain croissant d'autonomie. Les frottements avec d'autres formes institutionnelles portant confiance et régulation – comptent parmi les sources de la dynamique du régime.

L'inflation financière apparaît, certes, avec le consentement sinon l'action de la banque centrale, mais loge dans le marché financier dont la banque centrale hésite à violer l'indépendance et, bien plus, la raison. La plupart

des banques centrales se refusent à toute intervention parce que se jugeant dans l'incapacité d'apprécier ce type d'inflation et, sur le fond, postulant jusqu'à un certain point, l'efficience du marché.

C'est dans le caractère endogène (*i.e.* dans le marché financier) de l'inflation et donc de la situation de juge/partie, pompier/pyromane de la banque centrale, elle-même partie prenante du marché, que se tient le cœur des critiques adressées aux banques centrales dans leurs relations avec le prix des actifs. Paradoxe double. Crédibilité : alors qu'un débat théorique est ouvert de longue date, et par les banques centrales elles-mêmes, sur l'opportunité de prendre en compte le prix des actifs financiers dans l'analyse du phénomène d'inflation, c'est parce que l'on convient de ne pas le faire que la crédibilité anti-inflationniste des banques centrales est aussi forte. Tranquillité : l'histoire suggère que la stabilité des prix fait rarement bon ménage avec la stabilité financière. Les grandes bulles financières sont intervenues en des temps d'inflation quasi nulle.

Dans un tel régime de croissance, la banque centrale est confrontée à une efficacité décroissante de ses interventions, bulle après bulle, sur des déséquilibres qui s'additionnent. Cela implique d'assumer un mandat de régulation des liens étroits qui existent entre crédit, inflation du prix des actifs financiers et déséquilibres de l'économie réelle. À l'aune des cycles de long terme, qui incluent une interaction assez forte entre phénomène macro-financier et collectivité (entité sociale), on verra l'acheminement vers un nouveau régime macrofinancier. La crise (financière) est fondamentalement cet acheminement.

Ce que l'on nomme « déséquilibre macro-économique » est un élément nécessaire du régime de croissance. Il relève d'une convention/croyance figeant temporairement un état du rapport de force entre diverses formes institutionnelles de production, d'intermédiation, de régulation. Le compromis (convention) qui est au cœur de tout régime macrofinancier de croissance (et qui est la condition de la *Fides*) s'incarne dans des signes (monétaires, financiers plus largement) et des valeurs multiples (dont celle de marché). Ce compromis est fragile et évolue. Son histoire constitue la dynamique de l'économie.

Conjurer les « trente soucieuses » : rééquilibrer le système économique mondial

JEAN-MICHEL SEVERINO

La crise financière internationale de 2007-2008 a clos la période de mondialisation heureuse ouverte dans les décennies d'après-guerre. Elle s'insère dans une série de crises globales (alimentaire, sanitaire, sécuritaire ou environnementale) qui a marqué l'ouverture du XXI^e siècle. Entrées en résonance, celles-ci font désormais système – un système de crises qui révèle les multiples déséquilibres du vaste ensemble économique au sein duquel interagissent désormais quelque sept milliards d'acteurs. En effet, si l'interconnexion rapide des marchés internationaux des capitaux, du travail, des biens et des services a indéniablement multiplié les opportunités de création de richesse, il a aussi accru la vulnérabilité du système et de ses membres les plus faibles.

Dans les pays riches de l'OCDE, une double inquiétude règne désormais. Pris en étau entre une précarité financière inédite et de sombres perspectives économiques, les États et leurs classes moyennes craignent le déclasserement géopolitique et social. Dans le monde en développement, de l'Asie à l'Afrique en passant par l'Amérique latine, malgré l'ampleur de la pauvreté qui y sévit, les esprits sont bien plus optimistes : la croissance y est de retour dans la majorité des pays, les classes moyennes progressent.

Au nord, ce grand basculement de sort nourrit de périlleux sentiments de protectionnisme, comme en témoignent les appels au repli derrière les frontières nationales en France. Au sud, il alimente un discours d'anti-impérialisme, parfois teinté de revanche. Pourtant, ni l'une ni l'autre de ces réactions n'est susceptible de fournir de réponse aux maux qui frappent l'économie mondiale. Le sort des pays dits industrialisés, émergents et en voie de développement est en effet si lié qu'ils surnageront ensemble hors

de cette crise, ou entrèrent ensemble sur les pentes dangereuses empruntées par l'humanité dans les années 1930. Ce qui est en jeu dans le rééquilibrage du système économique mondial est la poursuite de l'aventure de la mondialisation, menacée par des demandes croissantes de fermeture.

Car si les premières réponses aux crises (financière, environnementale, alimentaire et sociale), dictées par l'urgence, se sont respectivement portées sur les terrains financier, environnemental, alimentaire et social, aucun dénouement de ces crises n'est envisageable en dehors d'actions sur leur substrat commun : l'épuisement des modèles de développement qui structurent le système économique mondial.

Une nouvelle « économie monde » s'est en effet progressivement mise en place à partir de la Seconde Guerre mondiale, dans laquelle des pays en développement ont fourni aux pays industrialisés les matières premières, produits de consommation, et biens d'équipement. Initiée par le Japon au sortir de la Seconde Guerre mondiale, cette stratégie de croissance économique tirée par les exportations à bas coût a par la suite été répliquée par un nombre croissant de pays d'Extrême-Orient, qui tour à tour ont fait leur fameux miracle asiatique. Depuis, bien d'autres pays en développement ont rejoint l'aventure de la croissance extravertie, reposant sur la demande des pays du nord.

Malgré leur diversité, ces modèles économiques partagent une caractéristique : chacun d'entre eux exploite les différences de salaire et de réglementation avec les pays riches – dont ils font un marché pour leurs biens, services, matières premières, hommes et capitaux. L'on pourrait ainsi qualifier ces modèles de croissance extravertis de modèles « du pauvre au riche », comme il y a une dissuasion du faible au fort.

Pourtant, ces modèles ne sont le fait ni du pauvre ni du riche, mais bien leur œuvre commune. De l'exportation de produits manufacturés à l'offre de services en passant par la vente de matières premières ou l'expatriation d'une part importante de leur force de travail, ces succès historiques du développement ont requis pour leur élaboration la participation active de nombreux acteurs économiques de la planète. L'imbrication des acheteurs et vendeurs, des investisseurs et des travailleurs, des producteurs et des consommateurs, des emprunteurs et des financeurs est à l'origine du développement d'une relation fusionnelle entre hémisphères Nord et Sud. C'est d'ailleurs le caractère inclusif de ces modèles de croissance qui les a rendus si robustes.

Cette nouvelle économie fut une réussite indéniable en matière de réduction de la pauvreté mondiale : grâce à des taux de croissance inédits dans des pays comme la Chine, l'Inde ou l'Indonésie, il est sorti plus de gens de la pauvreté au xx^e siècle que depuis le début de l'humanité. Elle a aussi considérablement enrichi les pays de l'OCDE, qui ont vu leur pouvoir d'achat croître grâce à l'importation de biens et de services bon marché.

Mais il est non moins flagrant que ce modèle économique rencontre aujourd'hui ses limites – dessinant les contours d'une mondialisation régressive. En excluant une proportion croissante des populations des pays désindustrialisés du marché du travail, il a fragilisé leurs structures sociales, creusant ainsi les inégalités.

Il a également contribué aux déséquilibres financiers qui nous frappent : pour conjurer le fléchissement de la croissance et la hausse des inégalités, les pays de l'OCDE ont soutenu la consommation par une fuite en avant dans l'endettement – public (comme en témoigne la crise de la dette européenne) ou privé (comme en atteste la crise des *subprimes*). Grâce aux réserves de change qu'ils accumulaient, leurs principaux fournisseurs sont également devenus leurs banquiers : dans un renversement saisissant, ce ne furent plus les riches qui finançaient les pauvres, mais le contraire. Ainsi l'hypertrophie de la sphère financière au début de notre siècle doit aussi être comprise comme le produit de la recherche de nouvelles cibles d'endettement pour recycler les excédents des uns vers les déficits des autres.

Parce qu'il repose sur l'importation de grandes quantités de produits bon marché en provenance de l'autre bout du monde, et la reproduction de comportements consuméristes par les nouvelles classes moyennes, ce modèle économique provoque aussi des tensions environnementales croissantes.

La pensée politiquement correcte a tendu à minimiser les impacts des déséquilibres de cette « économie monde » : la croissance économique des pays pauvres conduirait inexorablement à une convergence des salaires, mettant fin à un avantage comparatif transitoire, tandis que l'amélioration de l'efficacité environnementale de la croissance réduirait progressivement les effets les plus nocifs de cette économie mondialisée. En deux mots, il ne s'agirait que de gérer des problèmes transitoires que des politiques habiles pourraient résoudre.

Hélas, la transition se fait de plus en plus longue, et les coûts sociaux de plus en plus élevés. Les signaux envoyés par une décennie de crises sont suffisamment forts pour nous ôter les œillères dans lesquelles l'orthodoxie économique nous a enfermés : les paramètres du modèle ont changé. La crise globale que nous traversons ne trouvera pas de réponse durable si l'on ne tient pas compte de l'un des grands basculements que vit la planète en ce début de XXI^e siècle, à savoir l'inversion des raretés, naturelle et humaine.

Expliquons-nous. L'homme et sa force de travail ont longtemps constitué des denrées rares, dans un contexte de ressources naturelles globalement abondantes. Mais, la planète a gagné 4 milliards d'habitants au cours des cinquante dernières années. Du fait de l'arrivée dans le système commercial international des pays de l'ancien bloc communiste, dont la Chine, l'offre de bras a ainsi doublé sur le marché international du travail au tournant du siècle – mettant sous forte pression les systèmes sociaux des pays du nord comme du sud. Les modèles d'industrialisation fondés sur l'exportation de produits bon marché adoptés par un nombre croissant de grands pays en développement exercent quant à eux des pressions importantes sur l'environnement, qui s'ajoutent à celles exercées par nos pays depuis la révolution industrielle. L'empreinte écologique de l'humanité a doublé depuis 1966, et dépasse désormais la biocapacité de la terre de plus de 50 %.

Alors que les ressources naturelles regagnent de la valeur dans les calculs économiques, l'homme, devenu en quelque sorte moins rare que la nature à l'échelle mondiale, voit la sienne s'effriter par le jeu de l'offre et de la demande. Comme au XIX^e siècle dans certaines régions industrielles d'Europe, la valeur d'usage de l'homme avoisine zéro dans certaines parties de la planète, et un nombre croissant de nos concitoyens voient leurs revenus chuter en dessous du niveau de subsistance. Nous voici entrés dans l'ère de « l'homme jetable ». Et nous ne sommes pas au bout de nos peines : la planète devrait gagner encore 2 à 3 milliards d'habitants au cours des cinquante prochaines années, avant que l'humanité se stabilise à 9 ou 10 milliards d'habitants.

Cette inversion des raretés risque de repousser l'horizon du rééquilibrage de l'économie mondiale pour deux raisons. Sur le plan macroéconomique, d'abord, nous ne pouvons plus compter sur le stabilisateur qu'a représenté la baisse des prix des matières premières en temps de crise : dans l'économie des actifs qui est désormais la nôtre, le coût de la consommation de la nature est voué à nous étrangler chaque année davantage.

Sur le plan social, ensuite, la croissance démographique de la planète est telle qu'une abondante armée industrielle de réserve attendra à tout instant de pouvoir rejoindre le marché du travail. Cette abondance de bras rend illusoire la pression syndicale qui a permis les gains sociaux enregistrés dans l'entre-deux-guerres, à commencer par la progression des salaires.

La vague de protestations sociales de l'année 2011 est révélatrice du profond malaise qui s'instaure. Au nord comme au sud, les forces anonymes du marché mettent sous tension de fragiles pactes sociaux au sein des sociétés qu'elles chamboulent. Révolutions arabes, mouvement des indignés, émeutes urbaines, terrorisme antioccidental et *Tea Parties* : pacifiques ou meurtrières, de gauche ou de droite, ces nouvelles formes d'agitation politique expriment une indignation croissante des citoyens ordinaires vis-à-vis de l'incapacité de leurs représentants à les protéger contre le spectre du chômage, et les méfaits d'une mondialisation perçue comme socialement et écologiquement régressive. Cela suscite une anxiété grandissante parmi les perdants de la globalisation, précarisés par une décennie de crises, comme parmi les gagnants, menacés de déclassement. La fédération des mécontentements suscite des réactions sociales de grande ampleur, certaines violentes, et des tentatives de réencastrement sociétal d'un marché désincarné et perçu comme tout-puissant.

Comme nos sociétés industrielles au XIX^e siècle, l'humanité est ainsi confrontée en ce début du XXI^e siècle à une vaste question sociale. La grande roue de l'histoire a accompli un tour complet, rendant aux thèses de Karl Polanyi toute leur actualité : les mêmes raisons qui ont agi au XIX^e entraînent aujourd'hui le système mondial dans des crises non plus périphériques, mais systémiques. Ce que notre planète a vécu dans la décennie des crises qui marque le nouveau millénaire est une phase de ce grand mouvement. Elle provoquera une vague de réactions dont nous ne voyons que le début, et dont l'issue est fondamentalement incertaine. Parmi ces réactions figurent les populismes de gauche et de droite, les tentations liberticides, la recherche des boucs émissaires, et la violence.

Le rééquilibrage des modèles de croissance représente un défi d'action collective inédit depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, et passablement plus complexe : là où les règles du nouvel ordre international ont été négociées en 1944 et 1945 entre un petit nombre de puissances victorieuses, cet exercice d'innovation implique désormais le concours d'un ensemble d'acteurs (États, banques, grands groupes, ONG, citoyens, communautés académiques, organisations internationales...) bien plus nombreux et hétérogènes.

Si le défi de l'action hypercollective implique, en termes de méthode, d'inventer de nouvelles modalités de gouvernance mondiale, sur le fond, trois voies semblent mutuellement nécessaires pour faire évoluer les paramètres structurants de l'économie-monde dans le sens d'une croissance économique soutenable économiquement, environnementalement et socialement.

- ▶ **Premièrement** : redéployer les moteurs de croissance vers la consommation intérieure, au nord comme au sud. Cette grande entreprise macroéconomique de notre siècle ne consiste pas en un repli protectionniste, mais en un vaste rééquilibrage en faveur d'un régime plus durable écologiquement et socialement.

Rien dans cette transformation ne sera aisé. Complexe pour des pays en développement dont les structures productives, sociales et institutionnelles devront passer par d'importantes mutations, elle ne sera pas à leur portée sans assistance technique et financière. Elle dépendra également de l'évolution du pacte entre des élites dont beaucoup ont intérêt à ce que le *statu quo*, bien que non soutenable à terme, se prolonge. Mais, cette vaste transformation sera tout aussi difficile pour les pays industrialisés, que les faibles marges de manœuvre budgétaires empêcheront d'accompagner par des transferts massifs. Les politiques de déflation, bien que douloureuses, sont paradoxalement plus faciles à mener que les réformes de fond accroissant la productivité. Entre la politique américaine de la fuite en avant dans l'endettement et la politique allemande de la déflation compétitive figure un juste milieu convaincant, que l'Europe doit investir sans plus tarder.

Le réinvestissement des marchés intérieurs est dans l'intérêt de tous : les pays en développement doivent pouvoir continuer à trouver une demande (de biens, de services, de capitaux et d'hommes) dans les pays industrialisés, afin de gérer leur transition. Les pays industrialisés doivent quant à eux pouvoir trouver de nouveaux marchés dans ces pays en développement, qui constituent le moteur futur de la croissance mondiale. Un rééquilibrage de l'économie mondiale par la réduction des déséquilibres financiers entre les pays de l'OCDE et leurs créiteurs est donc inévitable à long terme. On en décèle d'ores et déjà les premiers signes. À court terme, pourtant, un réajustement rapide est à la fois risqué et peu probable. Il mènerait en effet à une récession majeure chez les premiers, qui provoquerait à son tour celle des seconds. Il suppose par ailleurs que les pays émergents basculent en déficit vis-à-vis des pays de l'OCDE, et que leurs marchés intérieurs deviennent des moteurs de croissance non seulement nationale, mais mondiale. Il est

légitime de s'interroger sur la crédibilité de ce scénario comme issue de la crise financière internationale.

Si cette analyse est juste, alors le rééquilibrage devra venir d'ailleurs. Pourquoi pas des 3 milliards de personnes – 6 milliards d'ici seulement trente ans qui peuplent le reste du monde ? La mise en place de nouveaux modèles de développement dans ce qui représente de fait la majorité de la planète est susceptible de fournir au minimum le complément de demande économique dont l'ajustement global a besoin. Et, au mieux, un nouveau moteur de croissance planétaire.

Cette transformation supposerait la combinaison de trois processus : premièrement, l'accélération des échanges sud-sud, déjà en forte progression, permettant aux pays émergents de jouer vis-à-vis des pays les plus pauvres le même rôle que les économies de l'OCDE ont joué vis-à-vis d'eux. Deuxièmement, une croissance économique fondée sur la croissance des marchés intérieurs dans les pays pauvres eux-mêmes. Troisièmement, l'accroissement des flux financiers publics et privés des pays émergents et pétroliers vers ces derniers, en plus de ceux provenant des pays industrialisés.

Ce scénario du grand recyclage des excédents des uns vers les déficits des autres par le biais des « milliards du bas » suppose une révision en profondeur des modèles de développement standard fondés sur la réplification – pourtant impossible – du modèle asiatique extraverti. Ne mérite-t-il pas d'être exploré ? D'ici à 2050, même si le monde connaissait une croissance économique significative, 2 milliards de personnes, sur les neuf que nous compterons, vivront avec moins de 2 dollars par jour. Un autre milliard ne sera pas beaucoup plus riche. Ce que nous tendons à considérer comme le fardeau de la planète pourrait constituer une voie de sortie de crise pour tous.

- ▶ **Deuxièmement** : combattre l'inversion des raretés, écologique et humaine, par une nouvelle politique de compétitivité. Rendre leur juste valeur à l'homme et à la nature impliquera de taxer bien plus lourdement la consommation des ressources naturelles non renouvelables, et de détaxer le travail de l'homme. Il est donc urgent d'enclencher une double révolution fiscale, à la fois écologique et sociale.

Nous l'avons vu plus haut : le défi consiste à gérer la période de transition – celle où une abondante « armée industrielle de réserve » attend à tout instant de pouvoir rejoindre le marché du travail mondialisé. Au-delà

d'une gestion fine de la conjoncture et d'efforts significatifs d'accroissement de la productivité, l'Europe ne pourra pas se passer d'une grande politique de « réinversion des raretés », étape indispensable au rééquilibrage de l'économie mondiale.

Cette politique, qui pourrait être poursuivie simultanément à l'échelle nationale, régionale et internationale, a bien des facettes encore peu explorées. Le débat français sur la TVA sociale en met en lumière un volet central : celui des prix relatifs des facteurs de production. Une étude récente de l'économiste Patrick Artus montre que l'économie mondiale est économe en travail, alors que le travail est abondant, mais qu'elle est fortement consommatrice de certaines ressources naturelles pourtant rares et non renouvelables. Ce paradoxe s'explique facilement : l'économie, science de la rareté, a négligé la valeur du capital naturel tant que celui-ci était considéré comme infini, si bien que le consommateur ne paie aujourd'hui que le prix de l'extraction des ressources (eau, énergies, minerais), et non leur valeur intrinsèque – ni d'ailleurs les coûts sociaux liés à leur utilisation (émissions de CO₂, pollution des cours d'eau...). Inversement, l'économie enseignant de taxer l'usage des denrées rares pour épargner leur consommation, nos politiques économiques n'ont cessé de taxer chaque année davantage le travail, essentiellement par le biais des charges sur les salaires. Ce choix était cohérent avec une situation de relative pénurie de main-d'œuvre et de disponibilité de la nature. Mais celle-ci est révolue.

Il est donc urgent de déplacer radicalement la charge de la fiscalité de la consommation de travail à la consommation de ressources naturelles non renouvelables. Cette double révolution fiscale ne peut à l'évidence qu'être progressive. Mais elle sera d'autant plus efficace que la tendance sera annoncée à l'avance, et jugée suffisamment crédible pour changer les incitations et les comportements.

Le débat français sur la fiscalité, qui se focalise sur une seule modalité de cette grande « réinversion des raretés », conduit malheureusement à une polarisation politique, qui empêche de voir les avantages et les inconvénients de différentes modalités d'une baisse générale du coût du travail. Le basculement des charges sociales vers la TVA aurait vraisemblablement des impacts significatifs pour la compétitivité, mais pénaliserait une consommation en berne et aurait de graves effets antiredistributifs. Le basculement sur la CSG ou l'IR, incontestablement plus juste socialement, n'impacterait pas directement la compétitivité extérieure. Ces deux instruments nous priveraient par ailleurs d'une opportunité unique de traiter simultanément

ment, par une taxation à la fois écologique et sociale, les deux composantes de l'inversion des raretés. À aborder un immense sujet par le petit angle, nous risquerions de décrédibiliser l'objectif.

La baisse massive des charges salariales permise par un basculement de la fiscalité sur la consommation de ressources non renouvelables, qui ne saurait évidemment résumer l'ensemble du sujet de la compétitivité, présente de multiples avantages. Le premier, à court terme, est de retrouver une compétitivité réelle avec des pays émergents qui ne taxent que marginalement le travail. Elle donnerait aussi une incitation aux pays en développement à approfondir des modèles de croissance tournés vers la mise en valeur de leurs propres marchés intérieurs, que certains comme le Brésil ont su mettre en œuvre.

Une telle transformation de nos coûts relatifs par le biais de la fiscalité n'a de sens que dans un contexte de poursuite de l'ouverture de notre pays, notamment vis-à-vis des pays en développement et émergents. Notre futur et notre prospérité dépendent étroitement de la réussite économique des 8 milliards d'hommes qui y vivront d'ici quelques décennies, et du maintien des échanges (intellectuels, financiers, commerciaux) avec eux. C'est là que se situe notre frontière économique, que nos marchés sont ancrés, que la paix mondiale se détermine. Poursuivre cette ouverture suppose d'avancer en parallèle dans les négociations internationales initiées dans le cadre du G20, sur la progression des niveaux de protection sociale et la hausse maîtrisée des prix des matières premières. Il ne s'agit donc pas de démondialiser mais de remondialiser sur de nouvelles bases – celles d'un échange plus équilibré, et donc plus soutenable.

- ▶ **Troisièmement** : construire un socle de protection sociale à l'échelle de la planète, institutionnalisant une solidarité entre gagnants et perdants de la mondialisation. L'histoire montre qu'un espace commercial intégré est difficilement soutenable s'il n'est pas associé à une politique de redistribution en son sein. En son absence, face à l'explosion des inégalités au sein de l'économie mondiale, les pressions se multiplieront pour en exiger le reclouonnement – au détriment de tous.

Comment éviter le scénario du pire ? De Bismarck à Beveridge, les États européens ont conjuré les périls de la question sociale par l'introduction de dispositifs de protection de leurs citoyens face aux forces du marché. Lorsque ceux-ci se sont révélés absents ou défailants, les peuples ont choisi de remettre en cause les règles du jeu.

L'histoire montre en effet qu'un espace commercial intégré est difficilement soutenable s'il n'est pas associé à une politique de redistribution au sein de ce même espace. Parce que la suppression des barrières douanières génère mécaniquement des gagnants et des perdants, et a tendance au moins initialement à accroître les inégalités, ces épisodes d'ouverture se sont historiquement accompagnés de politiques publiques permettant de compenser certains des préjudices subis par les perdants. Ce processus s'est manifesté dans toutes les grandes constructions de marchés, qu'ils soient locaux, nationaux ou régionaux. L'émergence de l'État providence qui a suivi la première vague de mondialisation a répondu à cette logique de compensation, après des mouvements sociaux violents menaçant le système capitaliste international de fermeture.

Ce constat vaut pour le marché mondial. L'approfondissement rapide de la mondialisation au cours des dernières décennies exige désormais la construction d'un filet de sécurité sociale global. En renforçant les capacités des plus pauvres, ils donnent une meilleure chance aux différents acteurs du marché global d'y concourir avec succès. Plutôt que des principes d'égalité ou de compassion, cette nouvelle forme de redistribution internationale repose sur le principe de l'égalité des chances.

Il s'agit ni plus ni moins de bâtir, de part et d'autre d'un pilier économique qui se fissure, les piliers écologiques et sociaux de la mondialisation – seuls à même de modifier en profondeur les paramètres de modèles de croissance qui s'essouffle. Si les solutions traiteront d'économie, d'écologie et de politiques sociales, l'enjeu de la mise en place de ce *new deal* global est fondamentalement politique. Les cris d'indignation qui se font écho, de Tunis à New York en passant par Madrid et Tel-Aviv, montrent que la construction d'un socle écologique et social à la mondialisation se trouve sur le chemin critique de la paix et de la liberté. Winston Churchill affirmait : « Nous devons prendre le changement par la main, sans quoi soyons assurés qu'il nous prendra par la gorge. » Faute d'incarner ce projet ambitieux, nous nous enfoncerions dans l'ère des « trente soucieuses », marquée par une croissance lente et sale, la progression des inégalités et, sur fond d'un chômage endémique, la montée des populismes de tous bords.

Finance, le nouveau paradigme

PHILIPPE HERLIN

« Trente ans après ma mort, je me retirerai, fortune faite », disait Jean Cocteau. Voici certainement ce qui attend Benoît Mandelbrot, qui nous a quittés le 14 octobre 2010. Trente ans, peut-être moins on l'espère, pour que ses travaux soient reconnus à leur juste valeur. Lui qui a révolutionné les mathématiques (avec les fractales) et l'économie, nous allons le voir, n'a en effet obtenu ni la médaille Fields ni le prix Nobel.

Né à Varsovie en 1924, diplômé de Polytechnique en France, il traverse l'Atlantique pour travailler au centre de recherche d'IBM à Yorktown, près de New York. À côté des mathématiques, il s'intéresse depuis toujours à l'économie. Il se penche ainsi *in vivo* sur la naissance du « modèle classique de la finance », celui-là même qui constitue le fondement de la finance moderne, de ses outils, de son vocabulaire, de ses modes de pensée. Il en a côtoyé les concepteurs, la plupart originaires de l'université de Chicago : Harry Markowitz et William Sharpe qui mettent au point la théorie du portefeuille (le CAPM ou Medaf en français), Fisher Black et Myron Scholes qui créent le modèle qui porte leurs noms et permet de déterminer le prix des options. Il fréquente aussi Paul Samuelson ou Eugène Fama, le créateur du concept d'efficience des marchés.

À cette époque, au début des années 1960, la finance cherche à devenir plus « scientifique », l'analyse technique (l'étude des formes que prennent les cours) et l'analyse fondamentale (comprendre l'entreprise et son marché), les deux méthodes couramment employées, encore aujourd'hui d'ailleurs, demeurent trop subjectives. Mais comment faire ? Comment appréhender l'incertitude qui règne sur les marchés ?

La suite de ce texte peut être consultée en ligne,
sur le site www.editions-eyrolles.com, à la page du livre

Vingt-cinq ans de finance comportementale ou l'émergence d'un nouveau paradigme

MICKAËL MANGOT

La finance comportementale a émergé comme domaine d'études académiques aux États-Unis au début des années 1980 avec les premières contributions d'un petit groupe de professeurs de finance (Hersh Shefrin, Robert Shiller, Werner De Bondt, Richard Thaler) intéressés par l'étude des comportements des investisseurs et des mouvements de marché sans parti pris théorique. Très vite, ils se sont mis à échanger régulièrement avec des psychologues comme Daniel Kahneman et Amos Tversky, spécialisés dans l'étude des comportements individuels en univers risqué. Vingt-cinq ans plus tard, la finance comportementale a cessé depuis longtemps d'être un courant de recherche à la marge et s'est imposée comme le paradigme le plus à même de remplacer l'approche néoclassique, dominante en finance depuis les années 1950. Cette approche standard se voulait construite autour de deux postulats centraux : la rationalité des individus et l'efficacité des marchés. Forte de ces deux piliers, l'approche standard a pu modéliser de manière élégante les équilibres de marché avec des conclusions fortes, aussi bien au niveau microéconomique (à l'équilibre tous les agents atteignent leur optimum avec des portefeuilles qui maximisent le couple rentabilité-risque) que macroéconomique (les prix de marché reflètent parfaitement les valeurs fondamentales compte tenu de l'information disponible). Dans une approche radicalement opposée, la finance comportementale ne postule pas que les investisseurs sont rationnels pour ensuite déduire de ce postulat des prédictions concernant les équilibres de marché. S'inspirant de la psychologie, la finance comportementale observe empiriquement les comportements réels des investisseurs à partir de différents matériaux (questionnaires, expériences en laboratoire, décisions de la vie réelle...) et compare ces observations aux mouvements de cours sur les marchés. Dans

de nombreux cas, les observations répétées induisent que les prémisses aussi bien que les conclusions de la théorie néoclassique sont fausses, invitant l'ensemble de la finance à changer de paradigme.

FINANCE COMPORTEMENTALE 1.0 (ANNÉES 1980-1990) : IDENTIFIER LES ERREURS DES INVESTISSEURS ET CELLES DES MARCHÉS

Les premières années de la finance comportementale ont été marquées par une avalanche de découvertes concernant les comportements individuels des investisseurs et ceux des marchés.

Préférences, heuristiques et biais des investisseurs

Les préférences

La finance comportementale a rapidement montré que les préférences (c'est-à-dire les inclinations subjectives permettant à un individu de choisir entre différentes options) des investisseurs ne sauraient se résumer à la seule aversion au risque, dont la conceptualisation remonte au XVIII^e siècle et aux travaux pionniers de Daniel Bernoulli. Plus complexes, les préférences des investisseurs, synthétisées en 1979 par Kahneman et Tversky dans leur théorie des perspectives, incluent généralement une asymétrie de comportement entre gains et pertes et une plus grande sensibilité aux pertes qu'aux gains (soit une aversion aux pertes). Par ailleurs, les performances sont perçues par l'individu comme étant des gains ou des pertes à partir d'une comparaison à un point de référence, lequel n'est pas toujours le prix d'achat et varie au contraire selon les circonstances.

Les heuristiques et les biais associés

Autre champ fertile de la recherche en finance comportementale, l'étude des heuristiques de jugement et de décision (c'est-à-dire des règles de décision frugales, automatiques et souvent inconscientes, qui aboutissent à des solutions rapides, mais non optimales) a débouché sur l'observation de multiples biais comportementaux chez les particuliers et les professionnels, notamment la tendance à prendre des décisions à partir d'informations reposant sur des échantillons trop petits (heuristique de représentativité) et facilement disponibles à l'attention et la mémoire (disponibilité). Par exemple, l'estimation des rentabilités à venir sur les marchés est souvent

fortement influencée par les rentabilités observées dans le passé récent (biais momentum) et l'estimation du risque à venir par l'expérience de la matérialisation passée du risque. Une conséquence directe est que les investisseurs ont tendance à surestimer les rentabilités et à sous-estimer le risque après une hausse durable des marchés et inversement à être trop pessimistes et à surestimer le risque lorsque les marchés ont déjà beaucoup chuté. Une autre heuristique bien éprouvée est la diversification naïve, la tendance des investisseurs à chercher à diversifier leurs actifs sans néanmoins prendre en compte les corrélations entre ces actifs, limitant de fait l'impact positif de la diversification sur la réduction du risque total de leurs portefeuilles.

Les autres biais comportementaux

De nombreux autres biais, pas directement liés à l'utilisation d'heuristiques, ont été documentés, trahissant les tentatives par l'individu d'une part de simplifier la prise de décision et d'économiser ses ressources cognitives et, d'autre part, de maintenir élevée sa confiance dans sa capacité à se comporter avec réussite dans son environnement. Dans le premier groupe, on peut placer le biais de confirmation (la tendance à privilégier les informations qui confirment l'opinion initiale), le biais du résultat (la tendance à évaluer la qualité d'une décision passée à partir du résultat de cette décision et non de l'analyse du processus de décision) ou encore la comptabilité mentale (la tendance à décomposer une décision en sous-décisions afin de la simplifier). Dans le second groupe figurent l'excès de confiance, l'excès d'optimisme, l'illusion de contrôle, l'autocomplaisance (s'attribuer la responsabilité de ses succès et placer celle de ses échecs sur des causes externes), etc.

Les effets de contexte

Les décisions des investisseurs traduisent des préférences et des perceptions changeantes, sensibles aux effets de cadrage, à l'environnement social (modes, normes sociales, comportements moutonniers) et à l'état interne (humeurs, émotions) de l'individu. La bonne humeur est, par exemple, associée à des perceptions plus optimistes invitant à une plus grande prise de risque. De même, les décisions individuelles paraissent pouvoir être altérées par la modification du point de référence de l'individu *via* un changement de cadrage. En effet, lorsqu'il se perçoit en situation de perte, l'individu est plus enclin à choisir une option plus risquée que lorsqu'il se perçoit en situation de gain.

Fort des nombreuses observations de la discipline depuis trois décennies, il nous est possible aujourd'hui de dresser une typologie des biais comportementaux qui affectent les participants aux marchés financiers. Les dizaines de biais déjà référencés peuvent être différenciés selon leur type (cognitif, émotionnel ou social) et selon l'étape de la décision qu'ils influencent : durant la sélection et le traitement de l'information, durant la prise de décision à partir de ces informations ou enfin lors de l'évaluation *a posteriori* de la décision prise.

En dépit de la diversité, tous ces biais alimentent l'idée centrale des modèles duaux de prise de décision d'un investisseur, et plus généralement d'un individu, doté de deux systèmes cognitifs qui le rendent capable à la fois de raisonnements substantifs à partir d'informations multiples et complexes et de décisions quasi automatiques sur la base d'heuristiques ou sous le coup d'émotions. Ce dernier système, appelé système 1, est automatique, très rapide, associatif et largement inconscient. Il est considéré comme le plus ancien des deux systèmes cognitifs dans l'histoire évolutionnaire de l'homme. L'autre système, le système 2, qui est plus récent et propre à l'homme, est le système rationnel, contrôlé, analytique, à la fois plus lent et plus gourmand en ressources cognitives que le système 1. En fonction des circonstances (motivation, stress, fatigue...) et de ses caractéristiques (éducation, expertise...), l'individu décide en s'appuyant sur l'un ou l'autre des deux systèmes.

Inefficiences de *marché*

En plus de battre en brèche l'hypothèse de rationalité des individus, la finance comportementale a fourni pléthore de preuves empiriques qui contredisent la notion d'efficacité des marchés. Citons par exemple :

Les effets momentum et contrarian

De très nombreuses études empiriques ont observé l'existence de cycles de marché intégrant un effet momentum¹ (la continuation de tendances à court-moyen terme), puis un effet contrarian² (le renversement de tendances à moyen-long terme) sur différents univers d'investissement (une ou plusieurs classes d'actifs) et avec différents niveaux de granularité (titres

1. Jegadeesh et Titman (1993), Rouwenhorst (1998,1999).

2. De Bondt et Thaler (1985).

individuels, secteurs, indices nationaux). Contrairement à la forme faible de l'hypothèse d'efficience, il ressort que les rentabilités observées sur les marchés sont positivement autocorrélées d'une période à l'autre, reflétant une prime momentum qui bénéficie aux actifs les plus performants dans le passé récent. Cette prime paraît n'être reliée à aucune mesure de risque objective. Elle semble davantage traduire les biais comportementaux des participants aux marchés (les investisseurs, mais aussi les analystes financiers) qui les conduisent à réagir graduellement, avec retard et finalement avec excès aux informations de marché (à cause des biais de représentativité et de confirmation, des comportements moutonniers...).

Les anomalies de valorisation

De nombreux exemples ont également été fournis où les prix de marché divergent significativement de valeurs fondamentales évidentes, comme dans le cas des actions siamoises¹ (cotées simultanément sur différents marchés), des fonds fermés ou des holdings. D'autres travaux ont montré qu'il était difficile d'expliquer la forte rentabilité des actions sur longue période avec les modèles standards de valorisation des actifs² ou de relier la forte volatilité des cours aux seuls changements d'informations³ ou de variables fondamentales comme les dividendes⁴. À chaque fois, des explications comportementales à ces anomalies (impliquant par exemple le sentiment de marché ou l'excès de confiance généralisé chez les investisseurs) apparaissent vraisemblables.

Les effets de calendrier

Par ailleurs, de nombreuses corrélations ont été observées entre les rentabilités sur les marchés actions et des phénomènes calendaires ou climatiques (avec, entre autres, un effet de l'ensoleillement, des phases lunaires, de l'approche des jours fériés et du jour de la semaine⁵), qui seraient anecdotiques si elles n'étaient pas si nombreuses et suggéraient à chaque fois que les humeurs et les émotions collectives ont bien un impact (prévisible) sur les prix de marché.

1. Froot et Dabora (1999).

2. Mehra et Prescott (1985).

3. Cutler *et al.* (1991).

4. Shiller (1981, 1993).

5. Kim et Park (1994), Dichev et Janes (2003), Hirshleifer et Shumway (2003).

FINANCE COMPORTEMENTALE 2.0 (ANNÉES 2000-2010) : DE LA DESCRIPTION DES ERREURS À L'ACTION

Un deuxième moment de la finance comportementale paraît avoir débuté au tournant du millénaire avec la mise en application en parallèle de nombreuses applications directes des premières découvertes de la finance comportementale.

La gestion comportementale

Les applications à la gestion d'actifs

La révélation d'anomalies de marché systématiques dues à la psychologie des investisseurs a favorisé la mise en place par les gestionnaires d'actifs (quand il ne s'agit pas des professeurs de finance comportementale eux-mêmes) de stratégies d'investissement fondées pour tout ou partie sur des critères comportementaux validés par les chercheurs comme étant générateurs de surperformances (par exemple des indicateurs du momentum sur les actions).

Les applications à la gestion de fortune

Un autre univers où la finance comportementale a trouvé des débouchés immédiats est celui de la gestion de fortune où ses découvertes sont précieuses pour améliorer la gestion de la relation client. Parmi les applications déjà intégrées chez certaines institutions, on peut citer les questionnaires de comportement qui se juxtaposent aux questionnaires de risque pour cerner la personnalité financière des clients (par exemple chez Barclays Wealth Management) ou la popularisation de l'investissement par objectif (*goal-based investing*) construit à partir du concept de comptabilité mentale selon lequel les investisseurs ne perçoivent pas leur patrimoine comme un tout fongible, mais plutôt comme un ensemble de compartiments étanches correspondant à différents objectifs (sécuriser un patrimoine, générer des revenus réguliers, accumuler en vue d'un projet...) et appelant différents niveaux de tolérance au risque.

La finance d'entreprise comportementale

Alors que les premières décennies de la discipline ont été largement consacrées à l'étude des comportements des investisseurs (particuliers, gérants

et institutionnels), les années 2000 ont vu fleurir de très nombreux travaux qui se sont intéressés aux comportements des émetteurs, c'est-à-dire des sociétés cotées, avec deux approches bien distinctes.

L'approche dite des investisseurs irrationnels

Ce courant de recherche a cherché à savoir si les décisions financières des sociétés cotées reflétaient la prise en compte des biais comportementaux des investisseurs. Les résultats montrent, sans grande surprise, que dans leur ensemble les sociétés cotées réussissent à tirer profit des excès des marchés en s'introduisant et en procédant à des augmentations de capital lorsque les valorisations sont trop élevées et les cours sur le point de baisser et, inversement, en rachetant leurs titres lorsque les valorisations sont faibles, anticipant les hausses futures des prix¹. De même, les résultats publiés sont anormalement souvent juste au-dessus de certains seuils symboliques, impliquant que les entreprises utilisent leurs marges de manœuvre compatibles afin de recevoir le meilleur accueil possible par le marché.

L'approche dite des managers irrationnels

Les dirigeants de sociétés cotées ne sont pas par ailleurs immunisés contre les biais comportementaux, voire pourraient, par nature ou en raison de leur parcours professionnel, être plus sensibles à certains biais que le reste de la population, par exemple à l'excès de confiance. Différentes études empiriques ont effectivement conclu, à partir de mesures indirectes de l'excès de confiance, que ce biais était très présent au sein de la population des dirigeants et que l'excès de confiance des managers avait un impact significatif sur la politique d'acquisitions de l'entreprise. Les dirigeants en excès de confiance entreprennent davantage d'opérations d'acquisition et se lancent plus souvent dans des acquisitions diversifiantes alors qu'il a été observé que ce type d'opérations avait tendance à détruire de la valeur. L'excès de confiance des managers a également un impact significatif sur le mode de financement des investissements. Les dirigeants en excès de confiance utilisent plus souvent les *cash-flows* internes que les autres pour financer leurs investissements et recourent à un levier plus important. Enfin, les prévisions de résultats des entreprises sont également affectées par l'excès de confiance des dirigeants : les dirigeants en excès de confiance fournissent des fourchettes de prévision plus étroites que les autres dirigeants et, en conséquence, ont davantage tendance à manquer leurs propres prévisions.

1. Baker et Wurgler (2000, 2002, 2004), Dichev (2007).

Utiliser les biais comportementaux pour améliorer les décisions : le *nudge*

Si les biais comportementaux sont des sources d'erreurs potentiellement très préjudiciables, ils constituent aussi des leviers sur lesquels il est possible d'appuyer pour amener les individus à prendre, sans en avoir pleinement conscience, des décisions positives pour leur bien-être. La procrastination et le biais de *statu quo*, qui sont deux comportements fréquents en présence de préférences ambiguës ou face à des situations complexes, invitent à mettre en place des options par défaut salutaires, desquelles les individus ne divergeront généralement pas, même s'il leur est laissé la possibilité de le faire. L'efficacité des options par défaut a été avérée dans de nombreuses situations non financières (par exemple le don d'organe). Elle a été confirmée pour les décisions financières dans les études sur les décisions vis-à-vis des plans d'épargne retraite collectifs, notamment aux États-Unis (les plans 401k). Lorsque par défaut les salariés sont enrôlés dans le plan de leur entreprise, ils ne choisissent ensuite que très rarement d'en sortir ou de modifier le taux de contribution ou encore l'allocation d'actifs¹. Introduire des options par défaut est ainsi une façon très simple d'amener les salariés à épargner suffisamment et à bien investir leur épargne en vue de la retraite.

Néanmoins, en raison des taux de contribution très faibles des salariés en enrôlement libre, les entreprises américaines rechignent souvent à placer par défaut des taux de contribution élevés (pourtant nécessaires), de peur de voir de nombreux salariés décider de quitter le plan. Alors même que les fondements de cette crainte sont discutables, des chercheurs² ont imaginé un programme (*Save More Tomorrow*) qui tire profit de la forte préférence des individus pour le présent en fixant un taux de contribution initiale faible, mais programmé pour croître au rythme des augmentations de salaire. De la sorte, les salariés ne voient pas leur pouvoir d'achat immédiat rogné par l'épargne retraite et continuent de percevoir des augmentations de salaire (mais de magnitude moindre).

1. Madrian et Shea (2001), Beshears *et al.* (2009).
 2. Thaler et Benartzi (2004).

Quel avenir pour la finance comportementale ?

Forces et faiblesses de la finance comportementale actuelle

En trois décennies de recherche, la finance comportementale a incontestablement enrichi notre connaissance des comportements financiers et fait la lumière sur les erreurs les plus typiques et les situations à risque. Ses découvertes permettent d'ébaucher un portrait précis de l'investisseur, très éloigné de la chimère qu'est l'*homo œconomicus* de la théorie néoclassique. Néanmoins, cet investisseur type, qui ressort des différentes études empiriques des comportementalistes, aussi peu théorique soit-il, est un investisseur moyen qui n'existe pas. Les investisseurs réels ne sont pas sensibles de la même manière aux différents biais documentés et se distinguent, au contraire, par la grande diversité de leurs comportements. Par souci de réalisme, la finance comportementale ne saurait remplacer une chimère par une autre, l'investisseur rationnel par l'investisseur pseudorationnel. Ses découvertes offrent davantage une grille d'analyse sur laquelle il paraît pertinent de positionner les comportements individuels, avec une proximité des individus plus ou moins grande avec ce portrait-robot, en fonction de leurs caractéristiques personnelles (personnalité, éducation, expériences...). Pour l'instant, la discipline s'est davantage mobilisée pour répertorier les déviations moyennes par rapport à des normes de rationalité que pour fournir des distributions de comportements sur un *continuum* dont la rationalité parfaite constituerait une extrémité.

Autre limite, la discipline est encore peu portée vers la prescription, en dépit des approches récentes pour améliorer les comportements d'épargne retraite (le *nudge*). Il y a encore peu d'études longitudinales sur la dynamique des comportements financiers (anticipations, points de référence, apprentissage...) et sur l'efficacité à long terme des méthodes de débiaisement.

Enfin, les découvertes de la finance comportementale fournissent un catalogue de biais (parfois contradictoires) qui rend la prédiction des comportements types très difficile et encore plus son intégration dans des modèles de valorisation d'actifs. Cette fragmentation reste encore aujourd'hui un inconvénient majeur de l'approche comportementale par rapport à l'approche néoclassique beaucoup plus unifiée et formalisée, et débouchant sur des conclusions à la fois claires et falsifiables (et falsifiées...).

Le futur de la finance comportementale : personnalisation, apprentissage et modélisation

Au-delà de la description de biais comportementaux courants, voire généralisés, la finance comportementale ne devrait pas, dans un futur proche, faire l'économie d'une démarche visant à personnaliser les comportements. Un point de départ serait d'essayer de distinguer ce qui, dans les comportements, relève de traits universels façonnés par l'évolution commune à toute l'humanité et ce qui a été intermédié par la culture. L'interprétation des heuristiques la plus répandue est qu'il s'agit de processus psychiques ancestraux que tous les êtres humains partagent (ainsi que quelques animaux). En revanche, les perceptions individuelles du risque sur les marchés financiers sont directement associées aux expériences personnelles ainsi qu'aux normes sociales, par exemple au degré de confiance à l'intérieur des sociétés¹. Mais qu'en est-il des préférences ? Des travaux, relativement isolés, ont déjà relié les comportements face au risque avec des caractéristiques culturelles, par exemple le degré d'individualisme ou de collectivisme des sociétés². Ces recherches n'en sont néanmoins qu'à leurs balbutiements. Plus généralement, la question qui se pose est celle de savoir si les comportements financiers sont largement innés ou acquis, avec des conséquences pratiques immédiates. S'ils sont principalement innés, l'éducation (financière et comportementale) ne peut avoir qu'une place secondaire et les efforts des institutions financières devront se concentrer sur la sélection de leurs personnels, en utilisant par exemple des tests de personnalité.

Le recours à des questionnaires de personnalité financière ou à d'autres outils (comme l'étude statistique des transactions passées) est de toute façon appelé à se développer tant pour répondre aux nouvelles exigences réglementaires auxquelles font face les distributeurs de produits d'épargne que dans un souci de contrôle des risques (en interne) ou d'amélioration des pratiques commerciales.

Un autre champ de recherche appelé à se développer est celui de l'étude de la transformation des comportements, qu'il s'agisse de la transformation par un processus naturel d'apprentissage ou par le recours à des méthodes *ad hoc*. L'état actuel des connaissances indique que l'expérience ou l'expertise n'immunisent pas contre tous les biais comportementaux. En comparant les comportements des professionnels et ceux des particuliers, il ressort que certains biais sont limités par l'expertise (les biais cognitifs), d'autres sont d'une

1. Guiso, Sapienza et Zingales (2005).

2. Hofstede (2001).

amplitude comparable (les biais émotionnels) quand d'autres encore apparaissent plus prononcés chez les experts (l'excès de confiance et ses dérivés). Quant aux méthodes de débiaisement, si elles ont été formalisées et testées par les psychologues et les théoriciens de la décision, elles ont encore peu été utilisées et évaluées dans un environnement financier. Ces méthodes, qui sont de trois types (éduquer le décideur, améliorer le processus de décision, modifier l'environnement de la décision), ont abouti dans des environnements non financiers à des résultats variables d'un biais à l'autre¹. Si une conclusion est à tirer de ces études, c'est qu'un débiaisement réussi implique une remise en cause régulière et disciplinée du comportement, sans quoi l'individu retourne inmanquablement à son comportement initial.

Enfin, la finance comportementale aura définitivement acquis ses lettres de noblesse lorsqu'il n'existera à proprement parler plus de finance comportementale, c'est-à-dire lorsque l'approche standard aura intégré les découvertes sur les comportements à ses modèles de valorisation. L'incorporation d'une prime momentum dans les modèles multifactoriels constitue une première consécration ainsi qu'une étape importante sur la voie de modèles de valorisation performants et construits sur des fondements microéconomiques réalistes.

CONCLUSION

S'il n'est pas encore achevé, un changement de paradigme en finance est néanmoins en cours. En vingt-cinq ans d'existence, la finance comportementale a amené les universitaires à questionner le socle de leurs connaissances tout en fournissant aux praticiens des marchés (institutionnels, gérants, émetteurs...) des savoirs empiriques ayant des applications concrètes quasi immédiates. Pour les uns comme pour les autres, les succès de la finance comportementale appellent un changement dans les pratiques. Les universitaires sont invités à embrasser une démarche plus empirique et moins spéculative tandis que les praticiens sont amenés à troquer la psychologie informelle qu'ils utilisent au quotidien pour une approche plus scientifique et plus systématique. L'histoire a montré que la finance était un domaine en mutation permanente qui suit le rythme des innovations technologiques, qu'elles viennent du monde académique ou de l'industrie. La finance comportementale fait partie de ces innovations qui impriment une inflexion définitive à toutes les strates de la finance.

1. Larrick (2004).

L'hypercrise, une interprétation psychanalytique

VIVIEN LEVY-GARBOUA ET GÉRARD MAAREK

La crise qui s'est abattue sur le monde, depuis cinq ans maintenant, peut être qualifiée d'hypercrise : du fait de son exceptionnelle gravité, mais aussi parce que ses causes profondes restent pour nous une énigme.

Comment expliquer que notre discipline, l'économie politique – on n'ose plus écrire la science économique –, n'ait pas aidé à prévenir un tel désordre et, à défaut, n'ait pas encore réussi à y remédier ? L'information statistique, l'analyse économique, les modèles théoriques et économétriques ont atteint, en ce début du XXI^e siècle, un degré de sophistication sans égal dans les autres sciences sociales. L'histoire des crises précédentes, et singulièrement celle des années 1930, a été abondamment documentée. On s'était convaincu qu'un tel événement ne pouvait se reproduire, chacun étant instruit des erreurs qui avaient été commises à l'époque. Et pourtant...

Les tremblements de terre et les éruptions volcaniques sont des phénomènes récurrents contre lesquels on ne peut rien, sinon les prévoir et s'en protéger du mieux possible. Mais il s'agit d'événements naturels. On accepte plus difficilement l'idée qu'un phénomène strictement humain échappe à la maîtrise du démiurge que nous pensions être. Si l'homme est le bâtisseur de la société dans laquelle il vit, il faut alors imaginer que la créature échappe de temps en temps à son créateur. C'est ainsi que la plupart des économistes interprètent les crises : un accident dû à un dysfonctionnement transitoire de la machine économique ; ou encore un effet du caractère (provisoirement) imparfait de cette machinerie.

À moins que l'ordre humain ne soit qu'une déclinaison de l'ordre naturel : c'est l'interprétation que serait tenté d'en donner un psychanalyste. La crise économique n'est alors pas seulement la pathologie d'un objet extérieur à la société des hommes, mais bien souvent une pathologie de cette société

elle-même. Plus précisément de son psychisme collectif. Ce qui rend le déroulement de la crise opaque aux protagonistes de la crise puisque leur appareil cognitif est affecté par la crise elle-même.

C'est la thèse que nous allons développer ici.

L'APPROCHE « STANDARD »

La littérature portant sur les crises économiques et financières est aussi ancienne que l'économie politique. Il s'agit de résoudre toujours le même mystère : pourquoi des sociétés peuplées d'agents rationnels doivent-elles subir la fatalité des crises ? La tentation la plus naturelle est bien sûr de contester cette rationalité. C'est parce que les acteurs sont myopes, mal informés, incapables d'évaluer toutes les conséquences à court et à long terme de leurs actes qu'ils ne parviennent pas à maîtriser nombre de phénomènes sociaux : il y a loin de la rationalité substantive (celle d'agents omniscients et capables de calculs sophistiqués) à la rationalité procédurale (celle qui consiste à se conformer à des règles de comportement simples et raisonnables).

Le prototype de ce type de théorie est le modèle accélérateur-multiplicateur. Tous les modèles macroéconométriques sont *grosso modo* bâtis sur ce schéma. Samuelson¹ y avait combiné intelligemment les apports théoriques de Keynes d'une part et de Hansen d'autre part, mais il ne s'agit en dernière instance que d'une transposition à la macroéconomie du « cycle du porc » qui explique les fluctuations de ce marché particulier.

La théorie des anticipations rationnelles a mis à bas cet édifice. Si la hausse du prix du porc, à une date proche, est une quasi-certitude, il faut sans hésiter développer son élevage, au moment même où les autres agriculteurs prennent la décision inverse. Un nombre suffisant d'individus « *contrarians* » suffirait à aplatisir la courbe du cycle.

La vie économique ne serait alors qu'une marche au hasard sous l'effet de chocs successifs non anticipés. Une mauvaise récolte, des taches solaires réchauffant l'atmosphère, une guerre, une révolution éloignent l'économie de sa trajectoire. Ce sont les frottements de la concurrence, les délais de

1. P. Samuelson, « *Interaction between the multiplier analysis and the principle of acceleration* », *Review of Economics and Statistics*, vol. 21, n° 2, 1939, p. 75-78.

réaction des acteurs qui lissent les courbes et nous font croire à l'existence de fluctuations pseudo-périodiques¹.

Dès lors qu'on met l'accent sur les anticipations et leur cohérence, la problématique du « concours de beauté » s'impose : il ne s'agit plus tant de raisonner juste que de raisonner comme le plus grand nombre. Peu importe mon propre diagnostic, je dois m'efforcer de deviner ce que pensent les autres, car l'état du marché en dépendra. Si tous les intervenants pensent que les prix de l'immobilier seront plus élevés demain, la demande sera forte, les prix monteront et cette hausse validera ainsi la prévision. En réalité, il suffit que chacun prête ce sentiment haussier aux autres pour que la hausse se produise. André Orléan parle à ce propos de « rationalité auto-référentielle »².

Le phénomène se perpétue ainsi sous forme d'une « bulle rationnelle », jusqu'au moment où le marché est perturbé par d'autres facteurs (hausse des taux d'intérêt, mesures fiscales, etc.) faisant douter de cette croyance collective.

Dans toutes les situations examinées jusqu'ici, les économistes considèrent que des décisions de politiques budgétaires et monétaires bien dosées sont de nature à enrayer la crise. À l'époque du keynésianisme triomphant, la théorie des cycles n'était d'ailleurs plus guère enseignée dans nos universités. Il a fallu déchanter depuis et renouer avec toutes les figures des crises du passé : déflation des prix, dépression de l'activité, faillites bancaires, etc. Il y avait donc quelque chose d'erroné dans la conception mécaniste et prométhéenne que l'on se faisait jusqu'ici des mécanismes économiques.

L'HYPERCRISE COMME PHÉNOMÈNE PSYCHIQUE COLLECTIF

Si l'on change de perspective et que l'on adopte le point de vue d'un observateur extérieur qui traiterait décideurs, analystes, économistes et autres commentateurs comme des acteurs du drame, et qui s'intéresserait non à l'évolution des variables économiques et financières, mais aux états psy-

-
1. C'est l'« effet Slutsky », du nom du mathématicien russe qui a montré le premier, en 1927, que la moyenne mobile d'aléas indépendants avait un comportement très proche de celui des séries économiques.
 2. A. Orléan : *Le Pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob, 1999.

chologiques qu'ils traversent, on peut espérer saisir les traits communs à toutes les crises financières et les spécificités de celle que nous vivons. Il faut pour cela se comporter en anthropologue plutôt qu'en économiste.

LA PHASE MANIAQUE

Dans ses livres *l'Avenir d'une illusion* et *Malaise dans la civilisation*, Freud a formulé l'hypothèse que la société européenne, soumise à une trop forte emprise de son surmoi, souffrait d'une névrose collective.

Mais cette situation n'est pas la seule concevable. Pour reprendre ce que nous écrivions dans notre livre¹ : « Au-delà d'un certain seuil, la tension entre les désirs et les interdits associés au surmoi engendre la névrose. Lorsque le ça est anéanti par un surmoi trop puissant, une dépression en résulte le plus souvent. Lorsqu'au contraire les instincts du ça arrivent à s'affranchir des contraintes du surmoi, ou mieux encore, lorsque le ça rentre en résonance avec l'idéal du moi (*i.e.* la face positive du surmoi), on est en présence d'un syndrome maniaque. »

De même que le terme de dépression a le double sens qu'on lui connaît, médical et économique, le concept de « mania » peut être associé naturellement à la phase ascendante du cycle économique². Et c'est cette interprétation qui nous semble décrire le mieux l'évolution de l'économie mondiale depuis trois ou quatre décennies.

Le cycle économique ne serait donc que l'alternance de phases maniaques et de phases névrotiques, comme en subissent les individus affectés d'un syndrome maniaco-dépressif ! La phase maniaque est un dérèglement qui ne concerne pas seulement la sphère économique, mais qui met à l'unisson les autres composantes de la société globale. Considérons tour à tour les instances de son psychisme collectif, par analogie avec celles distinguées par Freud.

La pulsion d'Éros part du ça. Dans la société, le ça (le Producteur dans le langage de la « macropsychanalyse »³) est constitué par la multitude des acteurs qui assurent le maintien et l'expansion de sa base matérielle.

1. V. Levy-Garboua et G. Maarek, *Macropsychanalyse, l'économie de l'inconscient*, PUF, 2007 (chap. 7).
2. C. Kindleberger, *Manias, panics, and crashes : A history of financial crises*, New York, Basic Books, 1978.
3. V. Levy-Garboua et G. Maarek, *op. cit.*

Cette pulsion se projette sur de multiples objets de désir. Et dans la phase maniaque avec plus de force qu'à l'accoutumée.

Le moi (en macropsychanalyse, le Prince) a desserré les contraintes légales et institutionnelles au profit d'un laissez-faire de bon aloi. « Enrichissez-vous » ont pu dire en leur temps Guizot et Mitterrand. L'heure est à la libéralisation des échanges, à l'abaissement des frontières douanières, bref à la mondialisation.

Le surmoi (ce que nous avons appelé le Prêtre en macropsychanalyse) met les idéologies en conformité. Il substitue aux morales de l'effort et de la contrition l'éloge des plus audacieux et des plus habiles. La réussite matérielle est encensée, la jouissance immédiate encouragée.

Il n'est pas jusqu'au Professeur, représentant de la raison et du principe de réalité, qui ne se fasse le complice de l'esprit du temps en accommodant ses théories en faveur de la toute-puissance du marché, *ultima verba* du développement de l'humanité¹.

De ce contexte, il résulte, dans un premier temps, une accélération de la croissance économique, une ère de prospérité que beaucoup se croient autorisés à extrapoler à l'infini.

On peut repérer dans l'histoire longue de l'Occident plusieurs épisodes de ce type, chacun avec ses caractéristiques propres² : l'Empire romain à son apogée, le XIII^e siècle illuminant le cœur du Moyen Âge, la Renaissance, la Belle Époque à l'orée de la Première Guerre mondiale. Chacun s'est conclu par une hypercrise du type de celle que nous connaissons aujourd'hui. Celle-ci vient aussi conclure une longue vague de croissance commencée dans les années 1960, amplifiée dans les années 1980 jusqu'à la chute brutale des cinq dernières années. Les fluctuations intermédiaires ne sont que péripéties, si l'on éloigne suffisamment son regard des courbes qui décrivent le phénomène.

1. A. Fukuyama, *La Fin de l'histoire et le dernier homme*, Champs Flammarion, Paris 1993.

2. Sur ce thème, voir J.-L. Gombaud et M. Decailot, *Le Retour de la très grande dépression*, Paris, Economica, 1997.

LA PHASE DU DÉNI

L'essor de l'économie se nourrit dans un premier temps de l'élimination des poches d'inefficacité qui s'étaient constituées dans la période antérieure. La fin du malthusianisme et des monopoles est en soi source de gains collectifs. Le projet européen n'a-t-il pas été bâti sur cette logique ? Les performances économiques des États-Unis de Reagan, du Royaume-Uni de Margaret Thatcher, de la Chine de Deng Xiaoping ont suivi de près les réformes engagées par ces leaders.

Ce gisement finit par s'épuiser. La concurrence devient le principe directeur du fonctionnement de l'économie. Mais, exacerbée, elle a pour effet de laminer rapidement les profits résultant de l'exploitation de positions dominantes. Les oligopoles naturels sont maintenant contestables. Ils sont à tout moment menacés par l'apparition de nouveaux entrants aptes à rafler les profits « extra » qui auraient pu se constituer. Dans l'industrie et les services, seul un flux continu d'innovations est susceptible de maintenir une séquence significative de profits.

L'enseignement de Ricardo redevient pertinent : à long terme, seules subsistent deux formes de revenu primaire, les salaires d'une part, la rente d'autre part (rente agricole de son temps, de nos jours principalement la rente minière, celle des États pétroliers, et la rente foncière urbaine). Les profits sont laminés.

Cette désagréable réalité a été masquée aux yeux de nos contemporains par l'inégale performance des grandes zones économiques. Le succès des économies asiatiques est un phénomène de rattrapage, les transferts de technologies existantes ayant permis l'exploitation à grande échelle de ressources en main-d'œuvre. Mais, au stade ultime de ce processus, les facteurs de production recevront la même rémunération partout dans le monde¹. Pour cela, le capital se sera déplacé en quantité suffisante vers les pays émergents et le travail y aura atteint un niveau de productivité comparable à celui observé dans les pays développés. On ne peut vouloir les bienfaits de la libre circulation des marchandises et des capitaux et refuser les délocalisations qui n'en sont que la conséquence.

En Europe et aux États-Unis, l'exception des *success stories* dans le monde des nouvelles technologies ne fait que confirmer les propositions énoncées plus haut : en dehors de la recherche et de l'innovation, point de salut. Mais

1. Proposition qui se déduit du modèle de Heckscher-Ohlin.

tous les pays ne sont pas en mesure de sécréter des Steve Jobs à un rythme soutenu. Et beaucoup n'y parviennent plus. Ainsi l'économie française s'est-elle essoufflée depuis les années 1960, après le Minitel, la Caravelle et le TGV.

Au Royaume-Uni, il est resté l'industrie financière. La place de Londres s'est employée à faire la chasse aux dernières inefficiences qui subsistaient dans cette sphère, en garnissant les étagères des banques d'innombrables produits, combinant toutes les formes de contrats de prêt et d'assurance prévus par la théorie de l'équilibre général à la Arrow-Debreu¹.

Restait une dernière arme pour doper des profits déclinants : la dette. Elle constitue un puissant levier pour rehausser la rentabilité d'un investissement, pourvu que son financement soit assuré par du crédit bon marché.

LE BOOM, LA DETTE, L'HYPERCRISE

C'était déjà la préconisation de John M. Keynes en 1936 : abaisser suffisamment le taux d'intérêt pour contrarier la baisse de « l'efficacité marginale du capital ». D'abord réservée aux entreprises, la dette est devenue le moyen de doper la consommation des classes moyennes dont le revenu est lesté par la concurrence des pays émergents.

Cette thérapie rencontre aujourd'hui ses limites : la trappe à la liquidité s'est ouverte sous les pas des banquiers centraux. Tel un trou noir dans l'espace, elle absorbe toute la matière monétaire qu'ils y déversent jour après jour.

Il faut peut-être renverser la séquence causale – la dette, le boom, la crise – à laquelle nous adhérons dans les années 1980² : le boom aurait précédé la dette, même si dans la courte période l'inverse se produit parfois. Le troisième temps reste celui de la crise.

Mais l'interprétation dominante et par conséquent la solution préconisée ne changent pas : il suffirait de puiser dans la boîte à outils de l'approche standard pour réparer le dysfonctionnement constaté, niant ainsi le

-
1. G. Debreu, *Theory of value, an axiomatic analysis of economic equilibrium*, Yale University Press, 1959.
K. Arrow, « Le rôle des valeurs boursières pour la répartition la meilleure des risques », *Cahiers du séminaire d'économétrie*, CNRS, Paris, vol. 11, 1953.
 2. V. Levy-Garboua et G. Maarek, *La Dette, le boom, la crise*, Atlas-Economica, 1986.

phénomène massif qui se déroule sous nos yeux. À savoir que la compétition entre les hommes et les nations a bouleversé les hiérarchies en un rien de temps et mis à mal toutes les structures qui subsistaient de l'Ancien Monde. La grande transformation que nous annonçait Karl Polanyi dès 1944 poursuit sa marche inexorable¹.

La croyance réaffirmée dans les explications techniques de l'hypercrise ne fait que révéler le désir caché de chacun de nous de prolonger les délices de la phase maniaque où s'ébattait notre psyché.

L'endettement public a pris désormais le relais de l'endettement privé. L'État semble le dernier rempart en mesure de protéger les modes de vie naturels, un emploi pérenne, une famille stable, un habitat décent. Encore faut-il qu'il en ait les moyens. Or ceux-ci viennent maintenant à manquer. Les prêteurs sont de plus en plus réticents et se prennent à douter de la capacité des États à lever l'impôt pour les rembourser quand ils le désirent.

CULPABILITÉ ET DÉPRESSION

Les psychismes collectifs basculent alors brutalement de l'euphorie à la névrose. Et avec elle se développe un fort sentiment de culpabilité. Le moi conscient, l'État, dans son rôle régulateur, a failli. Il a eu tort d'abdiquer devant les exigences du ça. Le surmoi nous rappelle les principes moraux qui auraient dû guider nos comportements, honnêteté et frugalité.

D'où une double réaction collective : la recherche de boucs émissaires et l'autopunition. La pulsion de mort, Thanatos, a remplacé l'Éros de la phase antérieure. Mais, selon les circonstances, elle se retourne contre l'autre ou contre soi-même.

Les coupables présumés ne manquent pas. Ce sont les « riches », les *traders*, les expatriés fiscaux, dont on dénonce tour à tour la rapacité, la malveillance. Ou encore des abstractions, le libéralisme, la mondialisation, qui ne sont en fait que des manifestations typiques de la phase maniaque qui a précédé. Les thèmes de l'entre-deux-guerres ressurgissent, seul le vocabulaire a un peu évolué : cosmopolitisme et ploutocratie ne sont plus des mots à la mode.

1. K. Polanyi, *La Grande Transformation, aux origines politiques et économiques de notre temps*, Paris, Gallimard (1944) 1983.

Mais la société bat aussi sa coulpe. C'est notre faute, notre très grande faute. Nous avons été trop égoïstes, trop dépensiers, trop insoucians. Il faut maintenant en payer le prix. L'austérité et la rigueur sont à nouveau à l'ordre du jour. Il faut réduire les déficits, rembourser la dette. Peu importe que l'économie sombre dans la dépression au sens économique du terme. Nous nous mutilons avec délectation. C'est la phase masochiste de la crise.

LA TENTATION NARCISSIQUE

Pour entrevoir les développements à venir, on peut se reporter aux événements qui ont succédé à l'hypercrise des années 1930. Pour répondre aux difficultés du moment, les peuples avaient choisi le repli sur soi ; en érigant des barrières douanières, en démantelant le système monétaire international au profit du contrôle des changes ; en réglementant à nouveau les marchés, celui du travail, de l'immobilier, du crédit, etc.

La tentation du dirigisme et de la planification est l'expression du retour d'un comportement narcissique. À la pulsion de mort tournée vers autrui correspond désormais une poussée de la pulsion d'amour envers soi-même. Le moi cesse de nourrir un sentiment de culpabilité pour s'imposer à nouveau au ça et limiter ses excès. D'où la résurgence de régimes autoritaires, le fascisme dans les années 1930. L'idéologie du Prêtre s'est adaptée rapidement à cette nouvelle donne. Les rentes de situation se sont reconstituées à l'abri de l'économie administrée. Et, à l'issue de la guerre, une inflation forte, accompagnée du plafonnement des taux d'intérêt, est venue à bout de l'endettement des agents privés et publics.

Rien n'assure qu'une évolution aussi calamiteuse va se reproduire¹. Jusqu'ici, l'effondrement cumulatif de la production et des échanges internationaux a pu être évité, grâce à des politiques agressives de stimulation budgétaire et monétaire. Mais le malade tarde à recouvrer la santé, car le désendettement (*deleveraging*) du secteur privé va prendre beaucoup de temps. Dans l'intervalle, les gouvernements se prennent à douter et l'opinion perd patience, manifestant son mécontentement dans les urnes et ouvrant la voie aux solutions narcissiques des années 1930. La crise financière, deve-

1. B. Eichengreen et K. H. O'Rourke poursuivent une comparaison intéressante entre les deux crises sur le site du CEPR (*Center for Economic Policy Research*). Voir en particulier : « *A tale of two depressions redux* », 6 mars 2012, (<http://www.voxeu.org/article/tale-two-depressions-redux>).

nue crise économique, pourrait alors se muer en crise politique. Quelques signes avant-coureurs en sont perceptibles.

Freud voyait dans le triomphe de la raison (le *logos*) la seule solution aux dérèglements de nos sociétés. Pour sortir de l'alternance d'épisodes maniaques et de dépressions, il faut s'inspirer de la cure analytique et dévoiler, expliciter autant que faire se peut, le contenu latent des psychismes collectifs.

L'analogie entre l'individu et la société malades trouve ici ses limites. Si le premier doit s'assurer les services d'un thérapeute, la seconde ne peut espérer en trouver en son sein. Il faut donc à tout prix encourager une information pluraliste, favoriser la libre parole et l'esprit critique et éviter que le pouvoir ne soit confisqué. Seuls les régimes démocratiques¹, c'est-à-dire les États de droit, sont aptes à préserver ces valeurs. De leur intégrité dépendra notre capacité à faire preuve de la résilience nécessaire.

1. Sur la montée des périls dans les années 1930, voir aussi : A. de Bromhead, B. Eichengreen, K. H. O'Rourke, « *Right-wing political extremism in the great depression* », 27 février 2012, <http://www.voxeu.org/article/right-wing-political-extremism-great-depression>.

Une affaire d'opinion

JEAN-FRANÇOIS PHELIZON

Lorsque le président d'une société du CAC 40 prend ses fonctions, il a de nombreux défis à relever : définir sa stratégie, se positionner vis-à-vis de son prédécesseur, nettoyer les comptes s'il en est besoin, s'imposer à ses équipes... Mais le plus difficile de ces défis, c'est probablement celui qui consiste à exister par rapport au marché. C'est le plus difficile, car le dirigeant n'est pas préparé au dialogue avec les investisseurs, les analystes et les agences de *rating*. Ce qui l'a porté à la présidence de sa société, c'est tout sauf son aptitude à communiquer financièrement.

Qu'est-ce qu'un marché financier ? C'est essentiellement une opinion. Cette opinion, le nouveau président doit vite apprendre à en délimiter les contours. Elle est le fait d'un petit nombre de gens très compétents (de quelques dizaines à quelques centaines, tout au plus), qui sont souvent des décideurs. Ces gens sont prudents (ils sont rétifs à suivre l'enthousiasme qui anime le nouveau président) ; ils ne se paient pas de mots (mais ils ont bien entendu leurs *a priori*) ; et ils sont d'obédience anglo-saxonne (ils sont situés pour l'essentiel à Londres et à New York : ainsi, les banques françaises exercent la plupart de leurs activités de marché à Londres).

Il faut distinguer la communication proprement dite (interne ou externe) et la communication financière. La première vise à impressionner l'opinion publique. La seconde, à convaincre ce petit groupe de gens compétents. Elle implique que des chiffres et des objectifs précis leur soient clairement présentés. Les chiffres peuvent être bons ou mauvais, là n'est pas la question. S'ils sont bons, une certaine dose de modestie n'est pas mal venue, car les retournements de tendance sont monnaie courante. S'ils sont mauvais, un plan d'action suffisant et crédible doit en accompagner la présentation. Cela signifie que le président doit alors mettre en avant, non pas un pari sur le développement de ses ventes, mais plutôt la réduction programmée de ses dépenses.

Ce n'est donc pas du tout pareil de mettre au point un plan de communication, interne ou externe, où l'on cherche à convaincre le plus grand nombre (le personnel de l'entreprise, les lecteurs d'un quotidien ou d'un magazine, les téléspectateurs d'une émission de télé), et les présentations qu'on prépare dans ces innombrables réunions *one-on-one* qui remplissent les agendas des *road shows*. Dans le premier cas, il faut répéter des messages forts, percutants, peu nombreux. Dans l'autre, il s'agit de montrer qu'on connaît ses chiffres, qu'on anticipe les tendances, qu'on tient le plus grand compte des attentes du marché : c'est-à-dire qu'on les comprend à défaut d'être prêt à y répondre.

La manière dont est gérée la crise de l'euro donne l'impression que les dirigeants de l'Union européenne n'ont pas complètement compris comment les marchés se forgent une opinion, ni comment ils réagissent aux opérations de communication. Tout se passe en effet comme si nos dirigeants politiques croyaient pouvoir manœuvrer les marchés à l'instar de ce qu'ils font, en général avec talent, avec leurs opinions publiques. C'est comme s'ils confondaient l'opinion des analystes avec une opinion publique.

D'abord, ils n'ont pas tenu compte de l'idiosyncrasie anglo-saxonne des analystes, des investisseurs et des agences de *rating*. Les membres de cette petite communauté ont toujours eu des doutes quant à la viabilité de l'euro. Depuis longtemps, ils ont prévenu, à raison semble-t-il, que le premier choc asymétrique en ébranlerait les fondements. Le choc est venu, en effet, à cause de la faillite de la Grèce, pays dont le poids économique est insignifiant au sein de l'Union européenne, mais dont la situation révèle un manque de contrôle inquiétant de la gestion des pays de la zone euro. On imagine facilement le dégât que causerait, dans l'opinion des analystes financiers, la découverte que la filiale d'un grand groupe est totalement hors contrôle. C'est ce qui s'est passé avec la dette grecque. La non-solvabilité de la Grèce a *précipité* l'opinion des marchés sur l'euro.

Ensuite, nos dirigeants ont communiqué en temps réel, tant sur leurs hésitations que sur les mesures qu'ils comptaient probablement prendre pour redresser la situation. En exposant sans retenue leurs tergiversations, ils ont évidemment aggravé l'opinion négative des marchés sur l'euro. D'autant qu'ils ont élaboré à satiété des plans morts-nés restés à l'état d'ébauche, oubliant que pour convaincre la communauté financière, premièrement un plan doit être bouclé (tous ses tenants et aboutissants doivent être finalisés avant d'être publiés), et deuxièmement il doit être rapidement mis en œuvre et produire des effets tangibles à brève échéance.

Enfin, nos dirigeants n'ont pas (encore) pris la décision de bon sens qu'attendent les marchés. Pressurer les agents économiques en alourdissant sans retenue la fiscalité, c'est un peu comme faire tourner la planche à billets. Cela peut résoudre un problème de trésorerie à court terme, mais en aggravant singulièrement le contexte économique à moyen terme. La seule décision qui serait à même de modifier aujourd'hui l'opinion des marchés, et qui permettrait donc de résoudre la crise de l'euro, c'est de réduire résolument les dépenses publiques puisque, dans presque tous les pays de la zone euro, celles-ci excèdent significativement les recettes et que, par ailleurs, elles sont manifestement exagérées quant à leurs montants.

Malheureusement, loin de bâtir un plan crédible et suffisant de réduction des dépenses publiques, les dirigeants de la zone euro n'ont de cesse de répéter qu'elles sont incompressibles et qu'un tel plan serait inacceptable politiquement. Bien plus, ils continuent de vouloir imposer au monde anglo-saxon, de façon très unilatérale, des règles financières ou économiques (Bâle III, lutte contre les-dits paradis fiscaux, taxe sur les transactions financières, protocole de Kyoto) sans en avoir vraiment les moyens. Ainsi, ils recueillent aujourd'hui les fruits de leur méconnaissance des marchés. Et il y a fort à parier que les analystes, les investisseurs et les agences de *rating* vont continuer à considérer, de Londres ou de New York, l'euro et l'Union européenne avec la plus grande circonspection.

La notation : un outil incontournable du financement des investissements

CAROL SIROU

La notation financière, ou plus précisément la notation de crédit, est un métier peu connu même s'il fait souvent les gros titres des médias. De fait, il s'acquiert essentiellement par une longue pratique et mesure un risque complexe à apprécier, à destination des spécialistes des marchés de la dette. Si la fonction de la notation est restée quasi inchangée depuis ses origines, son contenu s'est adapté à l'évolution des marchés financiers. Depuis plus de cent ans, la notation accompagne les marchés de la dette à travers leurs phases d'expansion, leurs crises et les réglementations que ces dernières tentent de prévenir ou d'atténuer.

La notation est une appréciation indépendante du risque de crédit relatif. Elle évalue le risque qu'un emprunteur, par comparaison à d'autres, ne rembourse pas sa dette dans les conditions prévues. C'est un outil de l'analyse de la solvabilité d'une créance ou de son émetteur. Élargissant l'accès au marché obligataire à toutes sortes d'entités, elle facilite ainsi la rencontre entre besoins de placement et besoins de financement. Au fil du temps, les agences sont devenues une sorte de trait d'union entre prêteurs et emprunteurs.

Cet article évoque dans ses très grandes lignes l'émergence et l'évolution de ce service d'information financière. Au fil du temps, la reconnaissance de la notation en tant qu'outil technique s'est répandue parmi les acteurs des marchés jusqu'aux régulateurs. Mais il faut savoir que la pertinence de la notation se mesure également de manière objective. En dernier lieu, nous verrons que seule une dérégulation ordonnée permettrait de faire retrouver sa juste place à la notation, celle d'un outil indispensable, car facilitateur de la désintermédiation structurelle du financement de l'économie en cours en Europe.

HISTORIQUE DE LA NOTATION

La notation est un outil technique issu du développement du marché financier américain. Elle est le produit de l'adaptation de services d'information sur le financement des projets d'infrastructures transcontinentales aux États-Unis. Cela explique que cette activité se soit développée au sein de sociétés d'édition. Elle connaît dans un premier temps une expansion nationale, puis internationale.

L'obligataire finance la conquête de l'Ouest

Dans la seconde moitié du XIX^e siècle, les compagnies ferroviaires prolifèrent et cherchent des financements pour prendre part à la création d'un réseau transcontinental. Il s'agit, à l'époque, d'un défi technique et financier comparable à celui relevé par le télégraphe dans les communications.

En 1862-1864, le Congrès américain autorise le financement de la jonction est-ouest du rail et du télégraphe par l'émission de dette sur le marché obligataire. Sollicités pour des levées de fonds massives, les investisseurs institutionnels et le grand public recherchent une information susceptible de préciser leur choix en matière d'allocation de capital. La société d'édition Poor's Publishing compile, publie et actualise régulièrement des informations sur la situation financière et opérationnelle des sociétés ferroviaires américaines. Elle innove en évaluant leur performance au moyen de l'analyse statistique (*Manuals of the Railroads of The United States, 1868-1917*).

À la fin du XIX^e siècle, les chemins de fer représentent 60 % environ des émissions échangées sur le marché américain. La compilation de données sur les sociétés ne fournit plus une information exploitable. Les agences entreprennent donc d'évaluer la solidité des débiteurs et de les comparer. Le nombre record de faillites causées par la crise financière de 1907 renforce la nécessité d'une classification aussi méthodique que possible des différentes dettes.

La centralisation et la standardisation de l'information opérée par la notation pallient l'hétérogénéité des normes comptables à travers l'immense territoire américain. Les agences deviennent les principales institutions capables de renseigner les investisseurs avec une certaine exhaustivité. Dans les années 1920, elles fournissent par exemple les seuls indicateurs indépendants sur les obligations souveraines, en plein essor après la Pre-

mière Guerre mondiale. De nombreuses notes souveraines seront retirées à l'approche de la Seconde Guerre mondiale, le contexte rendant impossible une évaluation de qualité.

La notation s'« institutionnalise »

Dans l'entre-deux-guerres, le régulateur américain enclenche « l'institutionnalisation » de la notation en s'y référant dans les réglementations prudentielles. Quelques décisions clés amplifieront ensuite cet usage.

Après la crise de 1929, la SEC exige des banques la valorisation des titres qu'elles détiennent en fonction de leur notation et les entreprises sont dispensées de provisionner la totalité de leurs créances notées en catégorie investissement. Cette distinction avec la catégorie spéculative conduit déjà le régulateur à introduire la référence à une deuxième notation en cas de doute. La notation devient un outil de la régulation financière. Après la Seconde Guerre mondiale, la charge en capital réglementaire des sociétés d'assurances augmentera pour les titres notés en catégorie spéculative.

Dans les années 1970, passée l'expansion d'après-guerre, le risque de crédit refait surface avec les nombreuses défaillances d'entreprises (Penn Central Transportation Co.) occasionnées par le ralentissement économique. Le régulateur américain promulgue davantage de réglementations reposant sur les notations. Les émetteurs sollicitent directement les agences, y voyant un moyen de rassurer sur la qualité de leurs titres.

En 1975, la SEC crée le statut NRSRO (*Nationally Recognized Statistical Rating Organization*), qu'elle attribue aux agences les plus réputées sur le territoire américain. Les institutions financières sont autorisées à utiliser leurs notations à des fins de conformité réglementaire. Les obligations notées en catégorie investissement par au moins deux agences NRSRO bénéficient d'un traitement favorable en capital. *A posteriori*, on peut s'interroger sur l'impact de cette mesure sur le niveau de concurrence, alors même que les marchés obligataires s'internationalisent.

Dans les années 1980, les marchés financiers, obligataires compris, sont en pleine expansion et se complexifient. La notation suit, s'étendant à la dette non américaine, privée et publique. Les premières émissions notées en catégorie spéculative apparaissent. C'est d'ailleurs à cette époque que S&P se met à publier des statistiques décrivant la corrélation entre notation

et risque de défaillance. Des investisseurs utilisent la notation pour établir le prix de la dette, au-delà de sa fonction de classement du risque de crédit.

En France, la notation apparaît avec la modernisation de la place financière. En 1986, l'introduction des billets de trésorerie crée un marché de dette à court terme utilisé par des entreprises moyennes très disparates. La France devient le premier pays d'Europe continentale à se doter d'une agence de notation, l'Agence d'évaluation financière (ADEF), à l'initiative de grands groupes financiers de la place avec l'appui des pouvoirs publics.

La notation connaît un fort développement dans les années 1990, avant d'être à nouveau l'objet de vives critiques lors de la crise financière asiatique de 1997-1998. Au tournant du *xxi*^e siècle, les agences sont violemment mises en cause après le scandale d'Enron, pourtant dû à une fraude massive. Au même moment, Bâle II et Solvabilité 2 mettent la notation au cœur des réglementations prudentielles avant que n'éclatent la crise des *subprimes*, puis celle des dettes publiques européennes... Et que ne s'opère la prise de conscience du rôle systémique que jouent les notes dans la réglementation financière, bien au-delà du rôle d'information financière sur le risque de crédit.

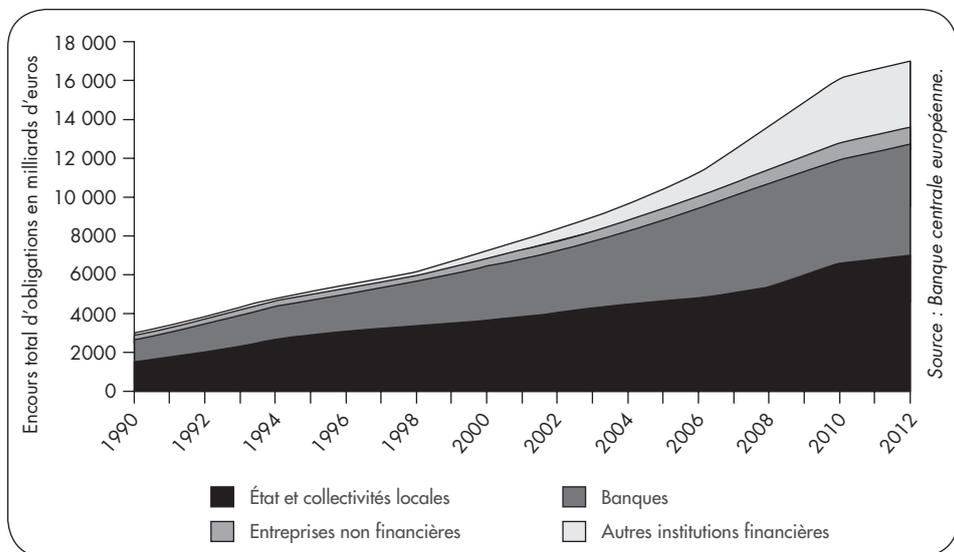
UN ROUAGE DU FINANCEMENT DES INVESTISSEMENTS

Paradoxalement, la contestation dont les agences sont l'objet lors des crises financières n'a pas altéré le recours à la notation.

Des études réalisées par diverses sources (FMI, gestionnaires d'actifs, etc.) indiquent que la notation améliore l'information disponible sur le risque de crédit et, par conséquent, la circulation des capitaux, et qu'elle contribue ainsi à la stabilité du système financier. En effet, la notation réduit l'asymétrie des informations disponibles sur les marchés obligataires et facilite la rencontre d'une offre et d'une demande de financement. Elle favorise ainsi la circulation du capital entre un plus grand nombre d'agents économiques. L'existence même des agences suppose la reconnaissance par les utilisateurs de cette valeur ajoutée. Pour cela, les agences doivent impérativement répondre à une double exigence de rigueur et de neutralité.

Lorsque les marchés étaient locaux, les entrepreneurs et leurs financeurs disposaient d'une certaine reconnaissance mutuelle de leurs activités en raison de leur proximité géographique et culturelle. Depuis le milieu des

années 1980, la multiplication des acteurs et des relations qu'ils entretiennent et le développement exponentiel du marché obligataire ont considérablement accru le besoin d'information. Rappelons, à titre d'exemple, que plus de la moitié de la dette publique française est détenue par des investisseurs étrangers.



Graphique 1 – Progression du marché obligataire en zone euro depuis 1990

Valeur ajoutée de la notation pour les investisseurs

Une fonction bien spécifique : la mesure d'un risque de crédit relatif

La notation n'évalue qu'un des aspects du risque lié à un placement : le risque de crédit. L'approche est celle d'une analyse comparée de la capacité et de la volonté de remboursement d'un emprunteur par rapport à l'ensemble de ceux également notés. Elle se distingue absolument, par exemple, du *scoring*, purement quantitatif et dont l'horizon se situe généralement à un an. Elle n'est pas non plus un indicateur de marché comme les *spreads* ou les CDS, qui sont des indicateurs de court terme.

Ainsi la notation permet aux investisseurs de disposer collectivement d'une grille de comparaison lisible, synthétique, standardisée au niveau mondial et produite de manière indépendante. Ce dernier point est crucial, car une agence doit pouvoir, en toute circonstance, formuler un avis sans se préoccuper de pressions économiques ou politiques.

L'analyse intègre des données passées et présentes et suit des critères à la fois qualitatifs et quantitatifs, spécifiques à chaque classe d'actifs. Le risque de défaut exprimé est le risque raisonnablement prévisible, dans un horizon de deux à trois ans.

Aujourd'hui, Standard & Poor's publie plus d'un million de notations de titres d'emprunt, émis par quelque 20 000 entités dans le monde. Ses quelque 1 300 analystes s'attèlent à la collecte et à l'analyse des informations requises. Ils sont également spécialisés par secteur d'activité ou par type d'actifs, l'innovation financière créant des produits de plus en plus sophistiqués et nécessitant une évaluation des risques plus technique. Outre les notes et les analyses sur lesquelles elles sont fondées, S&P publie chaque année plusieurs milliers d'études sectorielles et thématiques.

Valeur ajoutée de la notation pour les émetteurs

Un outil pouvant être utilisé à plusieurs fins

Avec la désintermédiation et l'internationalisation croissantes des financements, les investisseurs sont de moins en moins spécialisés sur les marchés domestiques de la dette, mais se concentrent plutôt sur des secteurs d'activités ou des segments des marchés internationaux. Les prêteurs sont indéniablement moins enclins à allouer des fonds à des emprunteurs qu'ils connaissent peu ou mal.

Une note attribuée par une agence bénéficiant d'une reconnaissance forte permet à une entreprise de faire connaître sa qualité de crédit sur les marchés financiers, de diversifier ainsi ses sources de financement et d'en optimiser les coûts. Une émission obligataire notée peut en effet réduire le coût de l'emprunt, quel que soit son niveau sur l'échelle de note, y figurer indique que l'émetteur s'est prêté à un exercice de transparence dont les règles sont précises et strictes. Le gain retiré d'une première notation est généralement estimé entre 20 et 50 points de base.

En dehors du recours au financement obligataire, certaines entreprises ou collectivités utilisent la notation à des fins de communication financière, dans la négociation avec leurs banques et fournisseurs, voire comme outil de discipline financière. Du point de vue du pilotage stratégique, la notation formalise de manière objective les facteurs de risque par l'examen des métiers ou activités, de l'efficacité opérationnelle, de la flexibilité financière et de la stratégie générale.

La mutualisation de l'analyse crédit

On invoque souvent le conflit d'intérêts inhérent au modèle des grandes agences, selon lequel l'émetteur paye pour sa notation. L'étude portant sur celui qui en fait la demande et la finance serait nécessairement biaisée.

Comme bien des activités qui fonctionnent selon le même modèle, par exemple dans la formation ou l'information, les agences, de longue date, ont pris conscience du risque de conflit d'intérêts. On peut citer la séparation stricte des équipes analytiques et commerciales, la rotation des équipes analytiques, le rôle des fonctions de contrôle et de conformité, etc. Quand les investisseurs finançaient leurs études, le risque était similaire. Aujourd'hui comme hier, les agences sont soucieuses des conséquences possibles dans leur analyse, de ce risque de conflit d'intérêts, car la perte de confiance des investisseurs les décrédibiliserait totalement aux yeux des émetteurs-payeurs.

Lorsque les grandes agences optent pour le modèle dit émetteur-payeur, après la faillite de la Penn Central évoquée plus haut, les notes deviennent publiques. La disposition d'une estimation standardisée dont le coût est inférieur à celui d'une équipe interne dédiée à l'évaluation des risques a incité les investisseurs à réduire – parfois à abandonner – leurs capacités d'évaluation propre. Si les grands investisseurs institutionnels réalisent leurs propres analyses financières, elles sont généralement destinées à leur propre utilisation et ne sont donc pas partagées avec l'ensemble du public.

UN INDICATEUR PERTINENT DU RISQUE DE CRÉDIT

Les agences opèrent dans un domaine où la fiabilité est une condition de survie. Par nature, elles sont extrêmement dépendantes de leur réputation. Elles ont de ce fait érigé des garde-fous internes au fil du temps pour gérer, notamment, les conflits d'intérêts et donner des assurances sur la qualité du processus ayant abouti à la note.

Performances des notations

La pertinence de la notation en tant qu'appréciation du risque de crédit peut être mesurée objectivement. Les notes indiquent à la fois une tendance et un positionnement relatif. Pour juger de leur fiabilité, il faut donc exa-

miner leur évolution à la fois dans le temps, et dans un ensemble. Une note considérée isolément ou au regard d'un événement ponctuel ne signifie rien.

Il ne s'agit pas de mesurer avec exactitude la probabilité de défaut. La notation estime qu'un risque est plus ou moins important qu'un autre, non qu'il est bon ou mauvais. À l'évidence, la notation ne saurait prédire l'imprévisible. De fait, la qualité de crédit n'est pas immuable. Même au plus haut niveau, une note est dynamique.

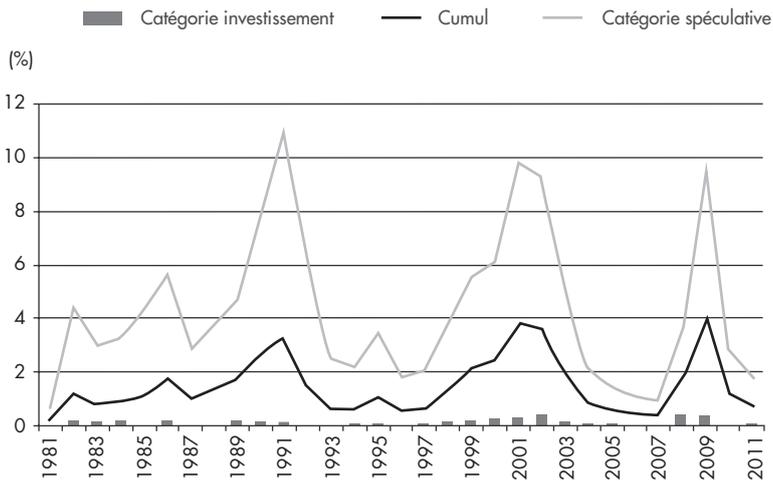
La corrélation entre les notations et les défaillances avérées est mesurée périodiquement, de même que la stabilité des notes, c'est-à-dire le rythme et l'ampleur de leurs variations dans le temps.

S&P mesure ces paramètres en s'appuyant sur des séries statistiques très longues et exhaustives, portant sur l'ensemble des notations attribuées au sein d'une classe d'actifs au niveau mondial ou régional. Les études sont publiques et communiquées au marché et aux régulateurs. Dans le temps, elles démontrent une corrélation importante entre le niveau de note et le risque de défaut. Autrement dit, plus une note est élevée, plus elle est stable, et plus le défaut est rare et éloigné dans le temps.

L'exemple des entreprises privées (près de 6 000 notes dans le monde, dont plus d'un millier en Europe) illustre la valeur des notations en tant qu'indicateurs du risque de crédit, y compris lors de crises financières pourtant sources de stress et de volatilité.

Comme déjà évoqué, marchés et régulateurs scindent traditionnellement l'échelle des notes (qui comporte 22 crans) en deux grandes catégories. La catégorie d'investissement, de « AAA » à « BBB », et la catégorie dite spéculative, de « BB+ » à « C ». Sur les trente dernières années, au niveau mondial et en moyenne, un peu plus de 1 % des entreprises de la catégorie investissement a fait défaut au bout de cinq ans, contre près de 17 % pour celles de la catégorie spéculative. En Europe, sur la même période, ces taux sont de 0,5 % et 11 % respectivement.

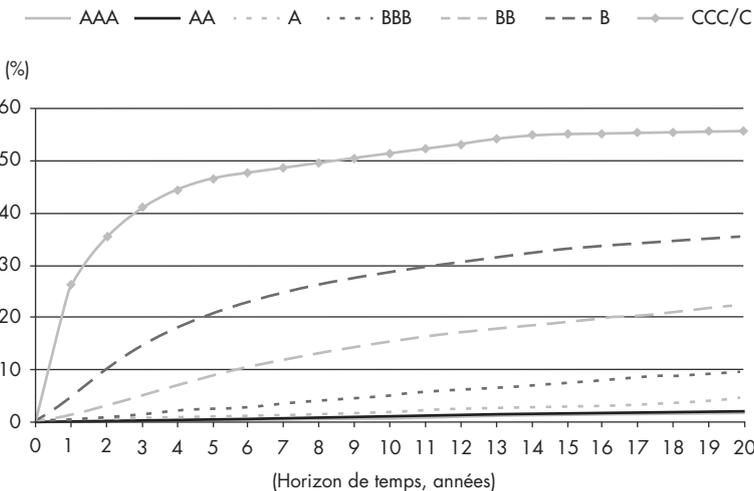
Pour 2011, les données sont comparables avec ces tendances historiques. Dans tous les cas, les notes de catégorie investissement affichent un taux de stabilité (pourcentage de notes inchangées au cours d'une année) plus élevé qu'en catégorie spéculative.



Sources : Standard & Poor's Global Fixed Income Research and Standard and Poor's CreditPro®

© Standard & Poor's 2012

Graphique 2 – Taux de défaut catégories investissements versus spéculative au niveau mondial



Sources : Standard & Poor's Global Fixed Income Research and Standard and Poor's CreditPro®

© Standard & Poor's 2012

Graphique 3 – Taux de défaut cumulés au niveau mondial par catégorie de note (1981-2011)

Déréglementation et désintermédiation financière

Faire retrouver à la notation sa juste place

In fine, dans une économie de marché, la pérennité d'une entreprise est fonction de la satisfaction de ses clients. Si les utilisateurs doutaient de la qualité des notes ou de l'indépendance d'une agence, ils la pénaliseraient rapidement. Pour autant, l'institutionnalisation de l'outil et la sacralisation de la note la plus élevée, le fameux AAA, ou tout du moins de la catégorie d'investissement, a peu à peu conduit à un usage mécanique des notations dans les mandats de gestion, les contrats et les stratégies d'investissement.

Dès lors, bien que la notation ne soit en aucun cas un conseil d'investissement, un changement de note peut conduire à des cessions automatiques de titres. Ces effets d'entraînement sont dommageables et ne reflètent pas les nuances de risque mesurées par les notes. Au contraire, ils sont souvent disproportionnés par rapport au message réellement délivré par l'agence.

C'est pour cela que S&P est favorable au retrait de toute référence aux notations des réglementations financières. *A minima*, d'autres paramètres d'évaluation doivent y être introduits afin que les investisseurs puissent utiliser la notation comme une opinion parmi d'autres. Il leur appartient de faire, pour tout choix d'investissement, leur propre analyse du risque de crédit et d'utiliser la notation comme une information à leur disposition.

L'activité des agences est encadrée par des règles de qualité et de transparence qui ont été très largement renforcées au cours des dernières années. Ces règles mêlent la déontologie propre aux agences et les contraintes réglementaires qui se sont développées à travers le monde.

Plus récemment, la superposition de réglementations aux États-Unis, en Europe et en Asie a fait de la notation un secteur particulièrement réglementé de la sphère financière. En Europe, c'est même le premier secteur faisant l'objet d'une supervision totalement supranationale avec l'AEMF (Autorité européenne des marchés financiers).

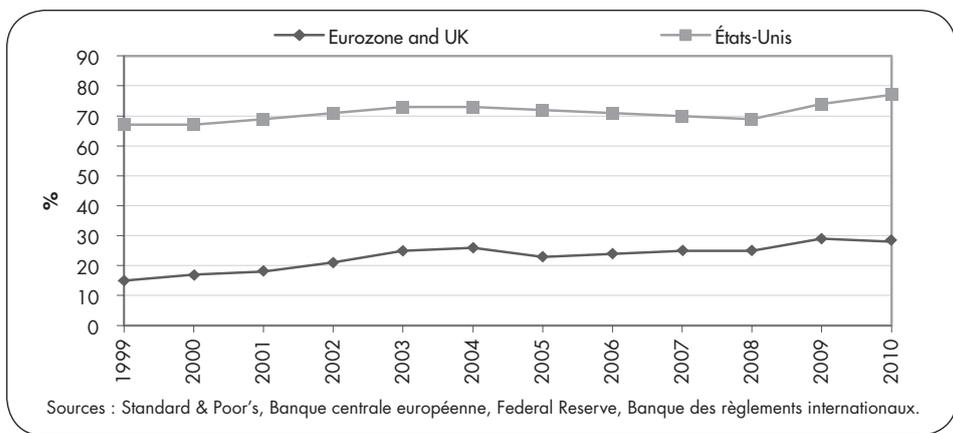
De nouveaux projets de réglementation prévoient de nombreuses mesures visant à accroître la concurrence sur le marché de la notation et réduire la dépendance des investisseurs aux notations. Avant d'envisager de revoir de fond en comble le cadre existant, qui est récent, il semblerait opportun de pouvoir démontrer si les dispositions actuelles offrent ou non toutes les garanties nécessaires au bon exercice de l'activité de notation. Car, outre sa

complexité croissante, un paysage réglementaire en mutation permanente n'est pas propice à l'émergence de nouveaux acteurs privés et indépendants de poids. Par ailleurs, il ne résout en rien le problème de la dépendance du système financier vis-à-vis des notations.

Cette évolution est d'autant plus nécessaire alors que la crise financière et les changements réglementaires imposés aux banques modifient sensiblement le périmètre des financements à l'économie, poussant de nombreuses entreprises à accéder aux marchés obligataires et à se faire noter.

Vers un développement des financements désintermédiés en Europe

Aujourd'hui, en Europe, moins de 25 % des financements d'entreprises européennes proviennent du marché obligataire et plus de 75 % du crédit bancaire. Cette proportion est inversée aux États-Unis.



Graphique 4 – Part du financement obligataire dans les emprunts des entreprises

Plusieurs facteurs amènent aujourd'hui les entreprises en Europe à se financer de plus en plus directement sur les marchés.

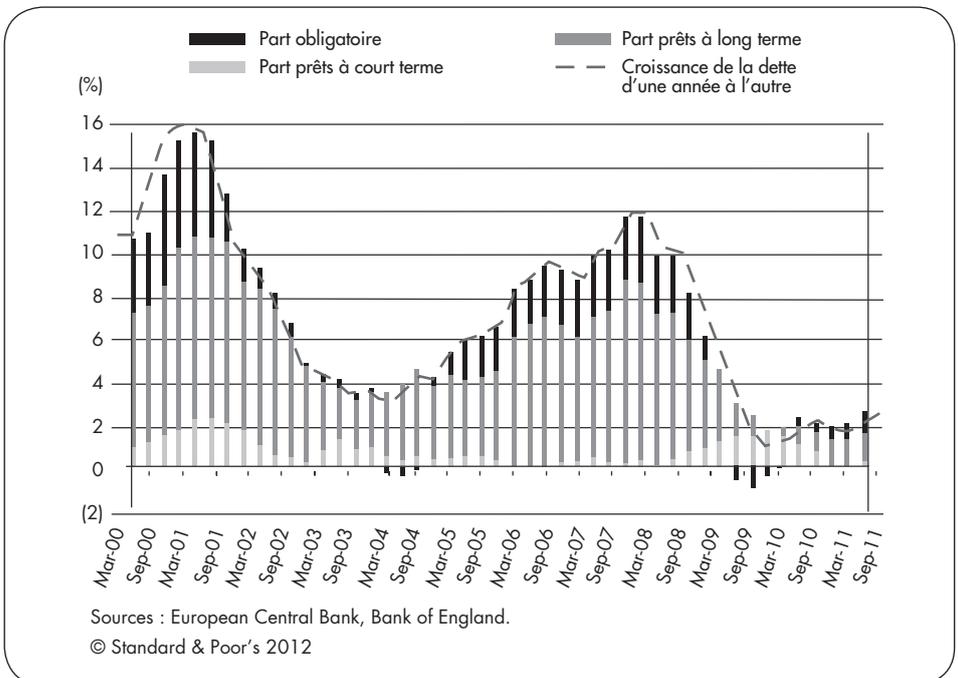
Avec la mise en place de Bâle III et Solvabilité 2, les banques européennes et, dans une moindre mesure, américaines réduisent leur bilan pour se conformer aux nouvelles normes prudentielles de leur secteur. Le coût des taux d'intérêt pour les entreprises empruntant en Europe et aux États-Unis pourrait, selon S&P, augmenter de 10 % à 20 % à terme, face à la raréfaction des crédits bancaires. La contraction des marchés actions accentue également la tendance¹.

1. Source : publication S&P « Why Basel III And Solvency II Will Hurt Corporate Borrowing In Europe More Than In The US », 27 septembre 2011.

Cette évolution structurelle s'inscrit dans un contexte où les entreprises s'appêtent à affronter un gigantesque mur de refinancement (on estime à 46 000 milliards de dollars le besoin de refinancement des entreprises dans le monde à échéance 2016). Les banques et les marchés de la dette devraient *a priori* être en mesure de continuer à assurer la majorité de ces refinancements, mais pas le financement de leurs investissements à venir (16 000 milliards de dollars supplémentaires).

En tendant vers un modèle de financement à l'américaine, ce sont environ trois quarts du financement des entreprises européennes qui pourraient à terme trouver à se financer directement ou indirectement *via* le marché obligataire mondial.

Et, dans ce cadre, la notation devrait jouer pleinement son rôle, permettant la rencontre d'une offre et d'une demande entre entreprises à la recherche de financements et d'épargnants désireux d'assurer le placement et la rémunération de leur épargne. C'est probablement ce qui explique une augmentation de plus de 60 % du nombre d'entreprises notées par Standard & Poor's en Europe depuis deux ans.



Graphique 5 – Part des prêts et de l'obligataire dans la croissance de la dette sur douze mois pour les entreprises non financière de la zone euro

Aperçu du fonctionnement de financements désintermédiés dans le monde

Un financement sur les marchés obligataires publics nécessite une taille critique d'émission, un exercice de transparence de la part des émetteurs, et l'anticipation des conditions de marchés qui peuvent s'avérer difficiles. Ainsi, le financement obligataire ne répond pas encore, par exemple, en Europe, au besoin considérable de financement des entreprises de segment inférieur, qui présentent généralement des profils plus risqués.

Par conséquent la comparaison avec les États-Unis est intéressante. La forte désintermédiation du marché obligataire s'y explique principalement par l'existence d'un marché de placement privé, l'USPP (*United States Private Placement*), le seul véritablement organisé au monde. Par placement privé, on entend une émission de titres qui ne fait pas l'objet d'un enregistrement auprès de régulateurs et est vendue uniquement à des investisseurs dits qualifiés. Ces placements privés ont l'avantage de donner accès à la liquidité de manière plus flexible que l'obligataire public. Par ailleurs, ce marché n'est jamais vraiment fermé. Ces dernières années, les USPP ont même financé des entreprises européennes. La tendance va se poursuivre à l'heure où les assureurs prévoient de monter plus de financement en direct avec Solvabilité 2.

Il n'existe pas à l'heure actuelle de marché unique de placements privés en Europe. L'introduction de l'euro était une étape indispensable pour en permettre le développement. La « culture du crédit », moins développée chez les investisseurs institutionnels européens, plus tournés vers les actifs sans risques, explique probablement qu'il ne se soit pas développé à l'époque. La gestion de montants peu élevés, le souhait de disposer de portefeuilles liquides (les placements privés sont rarement échangés sur le second marché), des investissements de montants élevés et majoritairement domestiques, et les structures juridiques non harmonisées des pays européens sont autant de freins au développement d'un tel marché. L'absence de notation sur ce type de marché pour les investisseurs habitués à se référer aux grandes agences de notation en est un autre.

On notera tout de même l'existence d'un marché de placement privé en Allemagne, le *Schuldschein*, dont le volume de transaction était estimé à 8 milliards d'euros en 2011.

En France, plus récemment, l'émergence de partenariats entre banques françaises et assureurs permet à certaines entreprises de lever des fonds *via* des placements privés, souscrits pour l'essentiel par l'assureur, la banque jouant le rôle d'originateur. Aussi, à ce stade, pour la grande majorité des entreprises, PME ou ETI (entreprises de taille intermédiaire), l'alternative au crédit bancaire prend la forme de montages sophistiqués, et passe notamment par des fonds de dette privée ou encore par des emprunts obligataires groupés.

On voit donc que le besoin de faciliter la rencontre entre demandeurs et apporteurs de ressources financières sur un marché privé existe en Europe, mais pour être efficient, ce dernier nécessitera d'adapter les structures de marché existantes et également de créer une culture et des outils permettant d'analyser les risques de ces sociétés, qui sont par nature plus élevés.

QUEL AVENIR POUR LA NOTATION DE CRÉDIT ?

La notation accompagne les acteurs des marchés financiers, évolue avec eux et traverse les mêmes épreuves d'ordre conjoncturel et structurel depuis plus de cent ans. Récemment, cette faculté d'adaptation s'est traduite par d'importants efforts de réforme et de transparence, en application des enseignements de la crise.

Les agences, toutefois, ne peuvent limiter seules l'influence qui leur est reprochée. L'étape suivante devra être celle d'une dérégulation pour mettre fin au recours mécanique à la notation, présentée comme référence unique dans les réglementations financières.

De manière générale, il est essentiel que des mesures réglementaires visant les marchés ne compromettent pas l'accès au financement de l'économie et en particulier des entreprises. Une réglementation financière cohérente et coordonnée à un niveau international est donc indispensable pour favoriser la fluidité des capitaux, elle-même moteur de croissance à un niveau mondial.

Une des formes de cette évolution passe par un retour à l'essence de l'analyse crédit, soit par la revalorisation au sein des institutions financières d'un métier dont beaucoup avaient cru, avant la crise, qu'il était en voie de disparition... Comme l'existence même du risque de crédit !

Nouveaux défis pour les managers des salles de marchés

BÉATRICE GUYNAMANT ET FRANK BOURNOIS

La gestion des compétences, le management par objectifs et la diversification des rémunérations ne sont que des exemples de l'individualisation accrue de la relation d'emploi et du travail à laquelle on assiste aujourd'hui. Le fonctionnement des salles de marchés que nous avons analysé constitue un exemple frappant de cette individualisation du travail, avec néanmoins une forte contrainte d'engagement collectif.

Les opérateurs de marchés sont indiscutablement à la recherche d'un système méritocratique qui sanctionne la qualité de leur travail. Bien que la cohésion d'une équipe participe à l'augmentation du profit de celle-ci, il n'en demeure pas moins que la valeur ajoutée de chacun de ses membres reste primordiale dans une organisation très individualiste (en termes de performance et de rémunération).

Les opérateurs de marchés disposent par ailleurs de profils d'experts talentueux qui n'hésitent pas à monnayer leur valeur de marché. Diplômés de grandes écoles ou d'universités prestigieuses, ils sont attirés par la culture de la performance qu'offrent les marchés financiers et le *star system* qui leur est potentiellement ouvert. Les marchés financiers représentent un environnement très spécifique où l'argent et le risque constituent, outre le nerf de la guerre, une préoccupation de chaque instant. Enfin, dans les salles de marchés, si tous les acteurs visent la croissance absolue, leurs intérêts peuvent parfois diverger. Dans des cas particuliers, cela peut provoquer des affaires, comme Jérôme Kerviel (Société générale) ou Nick Leeson (Barings).

À plus grande échelle, cela peut engendrer des remous importants en période de crise financière internationale.

En discutant de ce sujet avec des personnes extérieures au monde de la finance, nous avons été frappés par les métaphores utilisées. « Ceci me fait penser à une machine, à un monstre, qui s'autonourrit et au sein de laquelle le manager joue le rôle de temporisateur face à des opérateurs de marchés qui tiennent à califourchon sur le monstre pendant un temps. Il serait intéressant de comprendre l'équilibre et les relations de chacun avec le monstre. »

De premier abord, il semble que cet équilibre soit lié à un contrat d'ordre psychologique entre contribution et rétribution. Comment cet équilibre tient-il ? Comment peut-il être rompu ? *Quid* du rapport de force entre celui qui prend le risque et celui qui le gère ? Le management est-il compatible avec les représentations des acteurs de la finance qui fonctionnent dans une logique marchande ? Dans ce jeu d'acteurs visant la croissance absolue, mais dont les intérêts divergent parfois, quelle est la place du management ? Quels sont les nouveaux défis pour les managers des salles de marchés depuis la crise ?

Les éclairages que nous proposons ici sont issus de vingt années d'observation des opérateurs de salles de marchés ainsi que d'entretiens (conduits au cours de l'année 2011) auprès de 57 managers.

MANAGER DES EXPERTS TALENTUEUX, OPPORTUNISTES ET INDIVIDUALISTES DANS LA TOURMENTE

Qu'est-ce qu'un expert ?

Du point de vue historique, l'expert est le détenteur d'un savoir spécifique issu de l'expérience, des épreuves et des écueils qu'il a endurés. D'un point de vue étymologique, l'expert (*expertus* et *experior*) est celui qui a fait ses preuves, qui a éprouvé ses forces dans un domaine. Il s'agit donc de la personne ayant acquis des compétences spécifiques par le biais de son expérience et de ses erreurs. Sous le prisme de la sociologie, l'expertise ne se réduit pas à un type unique et précis, mais impose une adaptabilité aux évolutions sociétales et techniques. L'expert est communément sollicité pour faire part de ses connaissances à une autre personne ou même plus généralement à une entité comme l'entreprise. « C'est un savoir d'expérience qui constitue l'expert en tant qu'expert » (Verkindt, 2002).

Le management d'experts requiert-il des techniques de management spécifiques ?

Le manager doit non seulement avoir une réelle légitimité en matière d'expertise technique (produit, métier, technologie), mais également des compétences psychosociologiques lui permettant de comprendre la population des experts, ainsi que des compétences managériales pour les diriger¹.

Les leaders techniques doivent réussir à stimuler l'innovation, à renforcer le travail d'équipe et à maintenir l'engagement des professionnels.

Les experts font part de besoins spécifiques : ils investissent beaucoup de temps et d'énergie dans leur travail ; ce sont des travailleurs intellectuels très diplômés qui nourrissent des attentes spécifiques à leur environnement de travail. Les experts sont axés sur les résultats et leur motivation prend sa source dans le travail lui-même. Un haut degré d'autonomie quant aux conditions, au rythme et au contenu de leur travail est essentiel pour eux. Ce besoin d'autonomie se traduit souvent par un besoin plus grand de participer à la construction de la stratégie, à la fixation des objectifs et à la prise de décisions.

L'autogestion est impérative pour eux. La plupart des professionnels techniques préfèrent un style de management qui leur donne une autonomie maximale.

Les experts sont poussés par un besoin d'atteindre des objectifs requérant un haut niveau de compétence et d'efforts. Ils désirent accomplir quelque chose de grande importance. Leur sentiment de réussite est accentué lorsqu'ils comprennent le lien entre leur travail et leur contribution à un projet ambitieux. Tout travail que le professionnel technique perçoit comme stimulant, motivant et apportant une contribution à un objectif supérieur engendre un engagement, tout comme l'occasion de mettre sa compétence et ses connaissances à l'épreuve. Le sens de l'action (voir la *meaningfulness* des Anglo-Saxons) et le challenge constituent des critères d'action fondamentaux chez les experts.

La peur de la déqualification peut parfois entraîner chez les experts des problèmes relationnels, une démotivation et une baisse du rendement. La sous-utilisation des compétences entraîne souvent l'apathie, l'épuisement

1. K. Ericsson, M. Prietula et E. Cokely, « *The making of an expert* », *Harvard Business Review*, juillet-août 2007.

et(ou) la désaffection. On parle d'épuisement lorsque le professionnel ne croit plus tirer avantage de son travail, lorsqu'il souffre d'un épuisement émotionnel et qu'il se sent piégé ou impuissant devant le changement.

Les experts ont tendance à s'identifier d'abord à leur profession, puis à leur employeur¹. Ils sont d'abord professionnels, puis salariés – ce qui caractérise également de nombreux scientifiques, ingénieurs et autres collaborateurs techniques spécialisés². En conséquence, la poursuite des objectifs professionnels peut parfois entrer en conflit avec l'atteinte des objectifs du service et de l'entreprise.

Les experts, plus que la plupart des autres collaborateurs, sont réfractaires à l'engagement envers les objectifs de l'entreprise. Comme la reconnaissance d'une intervention est vitale pour ces individus, la participation au processus de fixation des objectifs est pour eux un moteur de motivation et un vecteur de satisfaction professionnelle. Pour établir et maintenir leur motivation, il est essentiel d'aligner leurs objectifs sur ceux de l'entreprise. Toutefois, lorsqu'ils se sont engagés, les professionnels techniques se fixent eux-mêmes des normes de rendement élevées et peuvent devenir anxieux à l'idée de les respecter. Ils peuvent également développer un tel attachement aux objectifs et aux procédures que tout changement devient contrariant et démotivant.

La concurrence peut être vive entre ces personnes brillantes et ambitieuses, à l'ego particulièrement développé. D'autre part, le soutien de leurs pairs est important aux yeux de ces professionnels. Ils apprécient l'interaction avec d'autres personnes ayant une expérience et des connaissances différentes des leurs, à condition qu'ils les reconnaissent comme experts. Les professionnels techniques favorisent également une relation collective avec leurs leaders. Une discussion ouverte sur la stratégie et les objectifs, une approche coopérative sont hautement motivantes pour cette population.

Étant donné ces fortes caractéristiques, il est clair que les managers d'experts requièrent des connaissances, des stratégies et des pratiques spécifiques.

Pourtant, les managers sont souvent des professionnels techniques promus en fonction de leur compétence technique. C'est pourquoi nombreux sont ceux qui mettent l'accent sur la gestion des aspects techniques avec lesquels

1. V. Racioppo, « *Building experts* », *Chief Learning Officer*, août 2010.

2. T. Malone, R. Laubacher et T. Johns, « *The age of hyperspecialization* », *Harvard Business Review*, juillet-août 2011.

ils sont familiers plutôt que sur la direction des personnes. Le monde technologique, qui évolue rapidement et est hautement concurrentiel, a besoin de managers expérimentés qui sont attentifs autant aux besoins personnels des experts qu'à l'atteinte des objectifs stratégiques de l'entreprise.

Les managers techniques les plus efficaces sont plutôt des guides qui écoutent, posent des questions, apportent leur contribution, s'intègrent et offrent leur soutien. La fonction de guide est très différente de celle du superviseur. Le guide ne donne pas toujours la bonne réponse à une question ; en fait, il ne connaît peut-être pas cette bonne réponse. Il agit plutôt comme un cobaye pour les idées de l'expert, critique positif de ses idées, au besoin, source de faits et d'idées faisant appel à une plus grande expérience ou avocat du diable pour vérifier la force des plans de l'expert avant qu'ils soient mis en œuvre. Le guide est déterminé à aider l'expert à réussir.

Dans la finance de marchés, les managers sont concrètement confrontés à l'ensemble de ces sujets ; la principale caractéristique est qu'ils se considèrent plus comme des généraux d'armée que comme des guides, leur arme étant le fameux bonus qui permet d'attirer et de fidéliser les troupes. Spontanément, ils se préoccupent peu de l'épanouissement des collaborateurs. Concernant les spécificités du management dans la finance de marchés, bon nombre de managers nous ont répondu :

- « Les membres des équipes à manager ont un niveau intellectuel, technique et universitaire très élevé. »
- « Ils sont le plus souvent très individualistes. »
- « La légitimité du management n'est pas toujours facile. Est-ce le trader qui rapporte le plus qui doit être le chef du *desk* ? Est-ce que le *head of trading* doit être hors *trading* ? »
- « La difficulté est de gérer des experts qu'il faut guider, encourager et contrôler sans les brider. »

Contrôler sans brider, car les marchés financiers se situent totalement dans un contexte de guerre des talents (encore un terme militaire). Les sollicitations des chasseurs de têtes sont nombreuses auprès des individus talentueux. Quels sont les éléments qui peuvent fidéliser les talents ? Toute considération financière mise à part, un opérateur de marchés peut se sentir bien au sein d'une organisation ; nous connaissons bon nombre de personnes qui ont fait toute leur carrière dans la même banque. Pourquoi ? Parce qu'on a su leur témoigner de la reconnaissance, leur offrir des promotions aux moments où elles commençaient à tourner en rond, accepter des baisses de régime, en bref, leur signaler un attachement. Ces

éléments de reconnaissance non financiers se sont renforcés depuis la crise. En effet, dans la mesure où les managers ne peuvent plus gratifier les opérateurs avec des bonus mirobolants, il leur a fallu trouver de nouveaux axes pour motiver et fidéliser leurs collaborateurs. On peut, par exemple, citer la participation accrue de l'ensemble des collaborateurs à la détermination de la stratégie opérationnelle de la table (instruments utilisables, stratégies possibles, etc.), les groupes de travail transversaux (ils sont individualistes, mais quand même à grade égal ils doivent pouvoir se parler !).

Il s'agit d'une certaine façon, pour l'ensemble des opérateurs, de mieux s'approprier une stratégie opérationnelle, de se sentir pleinement acteur et donc de prendre davantage conscience des risques liés à cette stratégie, comme en témoigne le cas de Citibank avec le dérapage d'une stratégie claire sur le principe, mais devenue beaucoup trop complexe, illisible et instable dans des marchés volatils. Si la coopération entre les équipes s'en trouve renforcée, on est sur la bonne voie...

Coopétition et opportunisme dans les marchés financiers

Le concept de coopétition s'adapte tout à fait au contexte des salles de marchés. L'objectif est bien de maximiser un résultat collectif en s'appuyant sur une collaboration tendue entre de nombreuses expertises, chacune à la recherche d'une performance individuelle forte.

Ce concept a été introduit dans le domaine du management stratégique par Adam Brandenburger et Barry Nalebuff (1996) sur la base du développement des recherches portant sur les stratégies collectives (Astley et Fombrun, 1983 ; Bresser *et al.*, 1986). Ces deux auteurs définissent ce concept ainsi : « *Coopetition means cooperating to create a bigger business pie, when competing to divide it up.* » Pour eux, si cette dualité rend les relations d'affaires paradoxales, la clef du succès réside dans le fait d'être à l'aise avec cette dualité.

La coopétition définit une situation hybride entre coopération et concurrence. Le comportement des entreprises cherchant à développer leurs compétences ou à en créer de nouvelles dans une situation de coopétition va ainsi pouvoir osciller entre ces deux extrêmes définis par la coopération et la concurrence. Une idée très intéressante, développée par Frédéric Prévot (2007) dans un article intitulé *Coopétition et management des compétences*, concerne la relation qu'il établit entre coopération et opportunisme. Que ce

soit dans un contexte de coopération coopérative ou au contraire de coopération compétitive, l'opportunisme est central en matière de management des compétences. Le concept de coopération propose une approche véritablement innovante dans l'analyse des relations entre firmes et il est intéressant de le relier aux notions relatives au management des compétences fondées sur l'approche par les ressources (Sanchez *et al.*, 1996). La nature des comportements coopératifs dépend des objectifs de management des compétences poursuivis par chaque entreprise en relation.

Nous prêtons attention à la coopération sous un angle non plus inter-organisationnel, mais plutôt intraorganisationnel, afin de mettre en lumière le rôle du management dans la définition des stratégies de coopération entre acteurs internes à l'entreprise. Les règles d'attribution des rémunérations variables dans la finance de marchés sont généralement les suivantes : les managers disposent d'un *bonus pool* en relation avec le résultat généré par l'équipe ; ils le distribuent en fonction des performances individuelles de chacun ; il en résulte que même si l'on a individuellement intérêt à être le meilleur producteur de l'équipe, on doit s'assurer que l'équipe dans son ensemble dégage un profit important.

Pour les managers que nous avons interrogés, malgré le système des *bonus pools*, l'individualisme des opérateurs de marchés est difficile à gérer.

- « L'individualisme est à manier avec prudence, car l'entreprise est tout sauf une société unipersonnelle. En effet, rien et surtout pas le milieu des marchés ne peut justifier une individualité excessive au détriment de l'entreprise. Et c'est justement parce que le milieu des marchés est celui de l'argent que le management doit veiller spécifiquement à contrer ce type de comportement. »
- « L'individualisme doit être compris comme entrepreneur agressif plutôt que personne imprévisible et excentrique. Les comportements agressifs et individualistes doivent être gérés au mieux, à condition qu'ils génèrent des revenus hors norme. »

L'opportunisme est un autre trait de caractère des opérateurs de marchés que les managers doivent gérer. Fréquemment, pour les managers que nous avons interrogés, cet élément représente avec l'individualisme l'un des challenges les plus importants de leur fonction.

- « Même les individualistes et les opportunistes ont besoin d'être motivés et guidés. Par ailleurs, un bon manager réussira à casser ces traits de caractère et rendra son équipe moins individualiste et opportuniste. Les résultats liés à cette évolution sont stupéfiants. »
- « Il y a toujours moyen d'encadrer des mercenaires en jouant sur le niveau de prime de combat ! Le management humaniste tel que je le préconise tient davan-

- tage de la gageure. Certains éléments ont un ego surdimensionné et ne pensent qu'à l'argent, cela réduit les possibilités, mais il faut toujours essayer. »
- « Il s'agit pour le manager de canaliser les personnalités afin de créer une communauté d'intérêts au sein d'une équipe. L'individualisme est très fort sur les marchés financiers, mais finalement chacun s'aperçoit que nous avons tous besoin de partager les informations et interprétations sur un marché. C'est la mise en commun de ces individualismes qui va créer la force d'une équipe. C'est au manager de faire preuve de certaines qualités humaines afin de cimenter les différentes personnalités (souvent très fortes) autour d'un *team spirit*. La puissance du groupe ou du *team spirit* peut neutraliser en partie l'opportunisme des opérateurs. Ils peuvent constater que leur intérêt (et donc leurs gains) est plus fort au sein du groupe que de prendre le risque de le quitter. Les opérateurs sont toujours partagés entre gagner plus immédiatement en changeant d'employeur, mais sans visibilité, ou continuer avec l'équipe qui m'apporte une bonne visibilité en termes de carrière et de revenus. C'est le rôle du manager de donner de la visibilité. ».

Oui, les managers des salles de marchés sont confrontés à des défis de plus en plus complexes : plus de contrôle, moins de bonus à distribuer, et des opérateurs de marchés talentueux et opportunistes qu'il faut continuer à motiver dans la tourmente.

ASSURER LE CONTRÔLE, LES RELATIONS À L'ARGENT ET FAIRE FACE AUX CRISES SANS BRIDER LES OPÉRATEURS DE MARCHÉS

Contrôle et innovation

Dans son ouvrage intitulé *Making Markets ; Opportunism and Restraint on Wall Street*, Michel Abolafia (2001) fait référence à la relation entre opportunisme et innovation ; pour lui, même si la plupart des opportunistes ne sont pas des innovateurs, l'apparition d'innovations non-conformistes (*deviant innovations*) est favorisée par une culture opportuniste et leur succès conduit à renforcer les excès d'opportunisme. La difficulté est alors de mettre en place un degré de contrainte capable de limiter l'opportunisme sans empêcher l'innovation.

Pour les managers d'opérateurs de marchés, le contrôle est omniprésent ; comme ils nous l'ont dit :

- « Le contrôle doit être permanent et ancré dans les équipes. Il ne doit pas être perçu et/ou subi comme une contrainte, mais plutôt comme une assistance à améliorer la qualité (reste à établir des modes de fonctionnement et trouver des équipes de contrôle adaptées et de qualité). »

Si le contrôle empêche l'innovation, en l'occurrence dans les marchés financiers, il s'agit souvent d'innovations non conformistes, alors comment limiter l'opportunisme ? Un opérateur de marchés sera toujours tenté de saisir une opportunité de marché, car dans la relation marchande qu'il entretient avec son travail, il raisonne toujours en termes de profit : tant d'argent pour la banque, donc tant d'argent pour moi.

La question des conséquences de ses actes sur le reste du monde ne semble pas l'effleurer. Ce pourrait être une partie de l'explication des dérapages qu'a connus la finance mondiale ces dernières années. Tant que le management n'inclura pas d'autres indicateurs que l'argent au calcul des bonus, la recherche seule du profit maximal, aux limites du risque acceptable, restera l'unique objectif des opérateurs de marchés.

Une relation contractuelle rationnelle et marchande

Dans les marchés financiers, le contrat qui lie la personne et l'organisation n'a plus grand-chose à voir dans son contenu et ses modalités avec un contrat de travail traditionnel : les talents et les organisations s'engagent non plus dans une relation de louage d'un temps de travail, ni même dans la mise à disposition par le salarié de ses compétences pour une mission donnée, mais dans un échange de promesses en vue de relever un défi commun, c'est-à-dire dans un contrat assimilable à une sorte de *joint-venture*, incluant généralement des formes de partage des risques et des profits. Dans un tel contrat, les deux éléments majeurs sont le niveau (la valeur) et la durée de l'engagement réciproque. La valeur du contrat est en rapport avec le niveau de l'ambition affichée, et sa durée fixe l'horizon auquel l'objectif commun se doit d'être atteint.

Ce type de contrat affirme nettement la préférence des parties prenantes au talent pour un « contrat psychologique » de type transactionnel (Schein), c'est-à-dire, au fond, une relation essentiellement marchande. Comme nous l'avons souligné, dans un tel contexte, la régulation de l'emploi se fait avant tout par le marché externe, en tout cas entre organisations relevant de la même sphère d'activité. Cela ne signifie pas que les dimensions affective ou communautaire soient absentes de la relation d'emploi. Bien au contraire, elles y prennent une saveur particulière si on veut bien se souvenir que le talent implique un engagement de toute la personne dans l'activité, et que celle-ci est d'abord une passion qui anime l'individu. Le contrôle de l'affectif, de l'émotionnel, sont, comme on l'a

vu, une des conditions essentielles de la performance individuelle. Mais la dimension rationnelle et marchande domine absolument la relation contractuelle.

Scandales et risque moral

L'asymétrie décrite par un manager interrogé (le fameux « Je gagne c'est pour moi, je perds c'est pour la banque ») s'apparente bien à cette notion de risque moral (*moral hazard*). Même si les règles professionnelles et internes encadrent les comportements individuels afin d'éviter les dérapages, la tentation est très forte pour chaque opérateur de pousser les limites au maximum, voire de les franchir. Le manager dans une salle de marchés est dans une position inconfortable, à la fois de stimulation de la performance et de contrôle de l'emballlement, dans un environnement extrêmement rapide, technique et aux enjeux potentiellement colossaux, comme nous le rappellent les récents scandales.

Peu de managers font référence au risque moral ; un manager nous a déclaré, répondant aux particularités du management dans les marchés financiers : « Très forte rentabilité financière ; horizon de travail très court ; contraintes morales et éthiques faibles (seul le résultat compte)... » Jusqu'à ce que le scandale arrive !

Les scandales n'existent donc qu'en vertu d'un processus de mise en visibilité et de publication. C'est sur ce point précis que l'analyse stratégeste s'empare de la question, en repérant de façon systématique l'existence d'actions destinées à garder secrètes certaines transgressions ou, au contraire, à les rendre publiques : d'un côté des stratégies de dissimulation, de conservation et de contrôle institutionnel, de l'autre, des stratégies de dévoilement, de subversion ou de provocation, c'est-à-dire de mobilisation du public et d'enrôlement de forces extérieures aux institutions mises en cause. Une fois reconnue sa dimension stratégique, le scandale devient descriptible dans le vocabulaire de la théorie des jeux, c'est-à-dire comme un coup joué dans le cadre d'une compétition. En vertu de quoi il devient également analysable en référence aux positions occupées par les différents joueurs engagés dans cette compétition.

À propos du scandale, Max Gluckman (1963) dit qu'il se présente toujours comme un jeu contrôlé culturellement (*culturally controlled game*). Dans la perspective fonctionnaliste qu'adopte cet auteur, c'est l'efficacité même du scandale, en tant qu'instrument de maintien de l'unité et de la culture du

groupe, qui tient au respect par les protagonistes d'un certain nombre de règles, la principale et la plus importante d'entre elles touchant selon lui au choix de ceux à qui le ragot va être transmis ou de ceux à qui le scandale va être dévoilé.

Enrichissement personnel (Madoff) ou pas (Kerviel), escroquerie pure et simple (Ponzi) ou opérations moralement condamnables (vente de *subprimes* dans des montages structurés complexes notés AAA), les scandales en finance de marchés sont de nature très variée. Pour certains de ces scandales, des coupables sont punis (Madoff, Kerviel, etc.). Pour d'autres, aucune sanction n'est envisagée, car ces scandales moralement choquants ont été montés en respectant scrupuleusement la règle suivante : « Tout ce qui n'est pas interdit est autorisé. » Au-delà du scandale, c'est donc bien la réaction ou l'absence de réaction au scandale qui peut être également scandaleuse. On aurait pu espérer que le scandale des *subprimes* avec leurs conséquences graves pour l'industrie financière mondiale, les économies industrialisées, puis les gouvernements de ces mêmes pays, aurait provoqué un changement significatif des principes et des pratiques de la finance internationale et notamment de la finance des marchés qui, par ses produits structurés, a démultiplié les effets de cette crise. Il semble malheureusement que les dirigeants des principales institutions financières soient toujours à leur poste et que rien n'ait fondamentalement transformé l'industrie financière, malgré la protestation internationale des opinions publiques sur les excès d'une certaine finance.

Réactions face aux crises

Les opérateurs de marchés fonctionnent par nature de façon très souple et flexible, s'adaptant à chaque instant à l'état des marchés, au flux d'information. Dans des conditions de marchés extrêmes comme celles des années 2008-2009, cette flexibilité s'est révélée très utile. Elle est souvent également mise en œuvre pour contourner les nouveaux obstacles réglementaires.

Combien de managers ou dirigeants ont ce bagage, spécialement dans les salles de marchés où les promotions se font au sein des équipes, souvent sans être accompagnées de formations spécifiques et/ou adaptées ?

Dans les marchés financiers, les crises successives favorisent-elles des innovations hardies ou renforcent-elles les carcans qui paralysent ? De quelle marge de manœuvre disposent les individus qui souhaitent faire bouger

le système ? Il semble bien que la marge de manœuvre soit directement corrélée avec la taille de l'organisation et l'implication des individus dans sa gestion/profitabilité.

Le système dans lequel les opérateurs de marchés et leurs managers interviennent est un système complexe, à la fois international, global et parfaitement dématérialisé, puisque opéré en temps réel simultanément depuis toutes les places financières de la planète. La théorie financière classique (remise significativement en cause depuis quelques années par de nombreux chercheurs) nous apprenait notamment que la formation des prix correspondait à la recherche d'un équilibre entre offre et demande. L'analogie avec un système thermodynamique est ainsi particulièrement pertinente dans le cas des marchés financiers.

Pour ce qui est du système plus large englobant les marchés financiers et l'économie réelle, l'ajustement postcrise vers un équilibre durable semble plus difficile à atteindre, notamment en raison de niveaux de flexibilité, d'adaptabilité et de rapidité très différents entre ces deux vastes secteurs d'activité pourtant intimement liés.

L'inclusion affirmée de la finance dans l'économie globale ne devrait-elle pas plutôt aboutir à une finance plus adaptée aux besoins économiques de nos sociétés matures ?

De nombreuses crises financières se sont succédées depuis quelques décennies. Qu'ont-elles apporté comme enseignements ? Il semble que les financiers soient des phénix capables de renaître de leurs cendres : à chaque crise, une nouvelle réglementation et de nouvelles idées pour la contourner... Les processus de réaction aux crises ont-ils facilité l'amélioration des systèmes complexes dans lesquels évoluent les opérateurs de marchés ? Il est permis de s'interroger. Une volatilité toujours plus forte et une incertitude marquée indiquent que le système financier global n'est pas encore parvenu à un nouvel équilibre. Les managers dans les marchés financiers continuent donc à évoluer dans un contexte complexe où le management ne peut se satisfaire de règles rigides.

Dans cet environnement, quelle est la capacité des managers à dompter des experts talentueux, opportunistes et individualistes ? Et, en fin de compte, quel intérêt de les brider ? Quels sont les individus qui, dans cet environnement complexe et pressurisé par la contrainte de temps, prennent le temps de tirer des enseignements du passé ?

Dans l'environnement très spécifique des salles de marchés, nous nous sommes posé les questions suivantes auxquelles nous pouvons maintenant répondre :

- ▶ Le management est-il compatible avec les représentations des acteurs de la finance qui fonctionnent dans une logique marchande ?
 - Oui, le management est compatible avec les représentations des acteurs de la finance ; l'important est d'être conscient que les collaborateurs sont des femmes et des hommes et non pas les pièces d'une machine.
- ▶ Dans ce jeu d'acteurs visant la croissance absolue, mais dont les intérêts divergent parfois, quelle est la place du management ?
 - Un manager doit donner un cap à ses collaborateurs, les faire grandir, répondre de ses actes, expliquer pourquoi et comment il récompense ou sanctionne. Son rôle est clairement indispensable.
- ▶ Quels nouveaux défis pour les managers des salles de marchés depuis la crise ?
 - Continuer à motiver des opérateurs de marchés moins rémunérés et plus contrôlés qu'avant en adoptant plus une attitude de guide que de dompteur de tigres.

Ces réflexions, qui ont notamment permis de mettre en lumière les moyens d'action limités des managers dans les marchés financiers, pourraient s'inscrire dans la somme qui a été publiée ces dernières années au sujet de la crise financière et de la responsabilité/irresponsabilité des traders.

Et quand on parle de la responsabilité/irresponsabilité des traders, on parle aussi de celle d'un système. Or, ce fameux système est composé d'hommes, de femmes, de managers, de dirigeants, de collaborateurs, mais aussi, comme nous l'avons vu, d'argent, de techniques, d'outils, de règles et règlements et de bien d'autres composantes encore. En encourageant à mettre plus d'humain dans le management des marchés financiers, nous appelons également à renforcer ou retrouver la prééminence du jugement et de la conviction dans les prises de décisions, au-delà des simples considérations strictement financières, juridiques, de conformité ou techniques.

Le système étant ce que nous en faisons, modifier certaines règles du jeu de ce système, notamment en imposant aux opérateurs de marchés un management intégrant des critères extrafinanciers ou en revenant au modèle de manager actionnaire, pourrait bien avoir un impact non négligeable.

Finance et ressources humaines : une interrelation durable

ALICE LE FLANCHEC

« Il n'est de richesse que d'hommes », estimait déjà Jean Bodin au ^{XVI}^e siècle. Les ressources humaines sont source de valeur et constituent une ressource fondamentale pour l'entreprise. Pourtant, la masse salariale représente aussi un coût important que l'entreprise cherche souvent à réduire. De même, la gestion des ressources humaines, avec les procédures de recrutement qu'elle engendre, les formations récurrentes ou encore la gestion internationale des expatriés, constitue des coûts pour l'entreprise. Comment alors concilier ces deux aspects – souvent contradictoires – que sont la finance et les ressources humaines ? Et notamment, comment ont-ils évolué au cours des vingt-cinq dernières années ?

Si l'on se concentre sur les évolutions de ces vingt-cinq dernières années, force est de constater le développement d'une crise de confiance qui touche aujourd'hui non seulement les marchés financiers (Pluchart, 2011), mais aussi les relations entre salariés et managers (Campoy et Neveu, 2011). L'on observe également une internationalisation accrue, dans un contexte d'hypercompétition, le développement de comportements responsables (voire citoyens d'un nombre croissant d'entreprises), ainsi que l'arrivée sur le marché de l'emploi de ce qui est appelé aujourd'hui la génération Y, c'est-à-dire des jeunes salariés dont les comportements et les attentes sont différents de celles de leurs aînés sur le marché du travail. Dans ce contexte nouveau – qui a émergé progressivement dans le temps – la relation entre finance et ressources humaines est porteuse de nouveaux enjeux que nous nous proposons d'examiner ici.

Nous abordons alors la dialectique entre finance et ressources humaines à travers trois angles d'approche successifs : premièrement l'interconnexion entre finance et ressources humaines comme condition de la création de valeur ; deuxièmement la question de la confiance au sein des orga-

nisations, qui intensifie l'ampleur de ce lien entre finance et ressources humaines dans la société contemporaine ; et enfin la question de la responsabilité sociale de l'entreprise qui conduit à repenser le lien entre finance et ressources humaines de manière plus durable.

FINANCE, RESSOURCES HUMAINES ET CRÉATION DE VALEUR

La gestion des ressources humaines correspond à l'ensemble des activités qui permettent à l'entreprise, ou plus généralement à toute organisation, de disposer des ressources humaines adaptées à ses besoins, tant en termes de qualité que de quantité, au moment où elle en a besoin et à l'endroit où elle en a besoin. Cela inclut un ensemble d'activités telles que, notamment, le recrutement, la rémunération, l'évaluation, la mobilité, la gestion prévisionnelle des emplois et des compétences (GPEC), la formation ou encore la négociation collective. Ces différentes dimensions ne peuvent plus être perçues aujourd'hui de manière décloisonnée des autres fonctions de l'entreprise. En effet, la gestion des ressources humaines ne peut être efficace que si ses actions sont en cohérence avec les autres dimensions du management de l'entreprise et notamment avec les aspects financiers et stratégiques de celle-ci. Cette approche peut notamment être illustrée à travers le modèle développé par Dave Ulrich (1997) qui met en évidence quatre rôles de la direction des ressources humaines (DRH).

- ▶ **Le management des ressources humaines stratégiques de l'entreprise :** au sein de ce rôle, le partenaire stratégique qu'est le DRH répond à la question de savoir comment les ressources humaines peuvent contribuer à la stratégie de l'entreprise et l'accompagner.
- ▶ **Le management de l'infrastructure de l'entreprise :** l'expert administratif fait la chasse aux coûts inutiles et aux gaspillages et s'occupe des charges administratives et de l'application des contraintes légales.
- ▶ **Le management de la contribution du personnel :** en tant que champion des salariés, la direction des ressources humaines a pour objectif de prendre en compte les attentes des salariés, de favoriser leur implication et leurs compétences dans une approche où le capital humain est une source essentielle de création de valeur.
- ▶ **Le management de la transformation et du changement :** l'agent de changement doit accompagner en permanence le changement, identifier et résoudre les problèmes, et favoriser des relations de coopération

et de confiance nécessaires pour favoriser les capacités de l'entreprise à s'adapter au changement (et notamment réduire les comportements défensifs).

Ces quatre rôles de la direction des ressources humaines sont créateurs de valeur. Il est donc essentiel – au sein de l'entreprise – d'analyser la cohérence des politiques développées au niveau de chaque rôle, afin de permettre et de soutenir la création de valeur. Dans cette approche, les aspects financiers (expert administratif) et la chasse au gaspillage sont indissociables des autres rôles du DRH (champion des salariés, agent de changement et partenaire stratégique) et, par conséquent, les questions financières et la gestion des ressources humaines sont interreliées.

C'est donc dans une vision stratégique de la gestion des ressources humaines qu'il est alors possible de (ré)concilier la finance et le social. Il s'agit de faire en sorte que la fonction ressources humaines contribue, à côté de la finance, à la définition et à la mise en œuvre de la stratégie de l'entreprise, dans un contexte où les questions RH doivent être posées avant que la stratégie soit décidée, et les questions relatives à la gestion des RH doivent être intégrées au processus d'élaboration de la stratégie globale de l'entreprise. Dans cet objectif, il convient de réaliser un diagnostic organisationnel, c'est-à-dire d'évaluer les forces et les faiblesses de l'organisation des ressources humaines de façon à définir les moyens de remédier aux faiblesses mises en évidence et à valoriser ses forces. Il s'agit de prendre en compte les six piliers de l'organisation RH qui sont : la culture, les compétences, les résultats, la gouvernance, les processus de travail et le leadership, en ayant identifié pour chacun de ces éléments les pratiques concrètes (propositions d'action) permettant d'améliorer les capacités humaines à accompagner la stratégie de l'entreprise (par exemple formations, individualisation des rémunérations, culture d'entreprise, etc.).

FINANCE, RESSOURCES HUMAINES ET CRISE DE CONFIANCE

La crise de confiance qui touche la relation entre employeurs et employés peut être resituée par rapport à la crise des modèles de GRH. En effet, deux modèles principaux de GRH se sont succédé, le modèle social de croissance issu de la période fordienne qui articule bon salaire et emploi stable et le modèle *communautaire* qui s'appuie sur un management participatif (Albert *et alii*, 2006). Mais ces différents modèles ont évolué. En effet,

l'entreprise a changé, elle est ouverte sur l'extérieur dans un environnement complexe et changeant, avec toujours plus de concurrence et d'imprévisibilité. Dans ce contexte, l'emploi à vie est en voie de disparition. Or, comment s'impliquer dans son travail lorsqu'on risque de perdre son emploi à moyen ou long terme ? De leur côté, les attentes des salariés ont évolué. Le salarié recherche de plus en plus souvent une rémunération valorisante et immédiate, une gestion individualisée de l'emploi avec des parcours à la carte, sur mesure, qui permettent l'employabilité à long terme.

L'employabilité peut être définie comme ce qui permet au salarié « de se maintenir en état de compétence, de compétitivité sur le marché (...), pour pouvoir être, peut-être, embauché un jour pour une mission précise et limitée, une prestation déterminée » (Dubar, 2007). Autrement dit, l'employabilité est désormais envisagée comme la capacité d'un individu à se maintenir en activité (Baruel Bencherqui *et alii*, 2011 et 2012). Ainsi, la responsabilité du maintien, du développement et de la garantie de cette employabilité devient un enjeu prioritaire pour 27 % des entreprises (sur un échantillon de 50 entreprises) selon Chappert et Martinet (2008). Certes, le législateur (loi du 4 mai 2004) rappelle en la matière à chaque salarié qu'il doit être l'acteur de la construction de sa qualification et de ses compétences tout au long de sa vie professionnelle *via* la formation professionnelle continue, mais dans le même temps il souligne que c'est l'entreprise qui est garante du « maintien dans l'emploi et du développement des compétences ». L'employabilité des salariés est donc bien l'affaire de l'entreprise : une entreprise responsable de l'adaptation de ses salariés aux évolutions technologiques galopantes, responsable du devenir de ses salariés en cas de restructuration ou encore de fusion, délocalisation, plan de sauvegarde de l'emploi...

Dans ce contexte, il faut réinventer des modes de gestion des ressources humaines qui puissent (ré)concilier l'économique et le social. Un certain nombre de directions peuvent être proposées. Elles s'articulent notamment autour des notions de résilience, de contrat psychologique et de gestion de l'information pour rétablir la confiance dans l'entreprise. Enfin, la notion de « marque employeur » constitue une direction également en voie de développement.

Pour répondre aux exigences de flexibilité de l'entreprise, le salarié doit rebondir, s'adapter. Une approche en termes de résilience peut l'y aider. Dans le monde du travail, la résilience correspond alors à une capacité de l'individu à encaisser des chocs de carrière professionnelle et à anticiper la

survenue de ses chocs pour s'y adapter et s'engager dans une voie qui soit satisfaisante pour lui. Cette résilience peut être favorisée par l'entreprise à travers des politiques sociales. La résilience comprend une part individuelle (la résilience individuelle est favorisée lorsque le salarié sait rêver le futur, donner du sens à ce qui est vécu, trouver un équilibre personnel et professionnel...) et une part organisationnelle (elle peut être développée par des politiques RH telles que l'implication du management direct, la mise en relation de collaborateurs qui ont des niveaux différents de résilience, sensibiliser les collaborateurs à l'éphémère et aux situations de changement, évaluer les managers sur leur capacité à développer la résilience de leurs subordonnés, etc.).

De plus, de façon implicite les salariés concluent avec l'entreprise, à côté des contrats juridiques, un *contrat psychologique* (ou pacte de management) qui correspond aux attentes réciproques non écrites entre un salarié et une organisation. Le contrat psychologique est défini comme « une série d'attentes réciproques non écrites entre un salarié et une organisation » (Schein, 1985) ; il s'inscrit au sein d'un processus d'échange de contributions et de rétributions : le salarié met sa force de travail au service de l'organisation, laquelle le récompense de ce fait. Si ces attentes ne sont pas satisfaites, il y a rupture de la confiance, de la motivation et de l'engagement actif dans la relation de travail. Le salarié peut alors quitter l'entreprise si le pacte n'est pas respecté ou simplement se désinvestir. Pour piloter ce pacte, l'entreprise peut notamment mieux apprendre à décoder l'implicite des situations qui risquent d'être vécues comme des ruptures du pacte de management ou encore développer un management plus personnel et individualisé afin de mieux prendre en compte ses attentes.

Enfin, une autre piste peut également être trouvée dans la notion de « marque employeur ». Ce concept « fait appel à des outils traditionnellement utilisés en marketing afin de les transposer aux ressources humaines. La marque employeur est définie comme l'ensemble des avantages fonctionnels, économiques et psychologiques inhérents à l'emploi, grâce auxquels une entreprise employeur est identifiée » (Ambler et Barrow, 1996). « Elle consiste à donner une image attractive de l'employeur afin de recruter et retenir les meilleurs employés » (Charbonnier Voirin, Vignolles, 2011).

FINANCE, RESSOURCES HUMAINES ET RESPONSABILITÉ SOCIALE DE L'ENTREPRISE

Sur un autre plan, la responsabilité sociale de l'entreprise (RSE) pose la question du lien entre l'entreprise et la société. Elle permet de dépasser la vision purement économique classique de la firme – actionnariale – en intégrant les différentes parties prenantes avec lesquelles l'entreprise interagit. Cette approche repose sur la théorie des parties prenantes qui consiste à identifier et à organiser les responsabilités de l'entreprise vis-à-vis des différents groupes qui y contribuent. La RSE se concrétise en France par la loi NRE (Nouvelles régulations économiques) en 2001. Au-delà, le développement des notations sociales, des certifications d'ordre social et sociétal accroît la pression sur les entreprises. À tel point qu'il n'a pas échappé à certains que le développement durable pouvait également valoriser leur image, en externe vis-à-vis de la société civile, comme en interne auprès du personnel. Toutefois, quelles que soient les raisons pour lesquelles l'entreprise met en place une politique sociale et environnementale, la RSE est aujourd'hui une réalité qu'il convient de prendre en compte. Or, ces politiques de RSE représentent également des investissements financiers parfois très importants dans certaines grandes entreprises. À l'évidence, la RSE passe par un certain nombre de pratiques RH diverses et variées autour de l'amélioration de l'information dans l'entreprise, la prise en compte de la capacité d'insertion professionnelle, la responsabilisation du personnel, l'égalité des rémunérations hommes/femmes, la mobilité, etc. De ce fait, la RSE renforce l'interaction entre finance et social (voire sociétal) dans une relation que nous qualifions de plus durable, c'est-à-dire ancrée dans le temps et dans la réalité de la gestion de l'entreprise conçue de manière ouverte sur ses parties prenantes.

Dans une approche partenariale de l'entreprise, non seulement l'entreprise doit prendre en compte les répercussions de ses actions (sur les salariés, l'environnement, etc.), ce qui n'est pas sans incidence financière, mais en plus cette responsabilité sociale devient une condition à sa pérennité financière.

Les pratiques en termes de ressources humaines varient selon les entreprises. Il est possible de concevoir un *continuum* avec à une extrémité des entreprises minimalistes qui appliquent les réglementations, mais qui se préoccupent peu des implications sociales ou environnementales de leur activité, la maximisation du profit étant au centre de l'approche ; et à l'autre

extrémité des entreprises qui intègrent une prise en compte des différentes parties prenantes, favorisent le développement durable, voire sont particulièrement volontaristes et innovantes en termes de RSE. Ainsi, Frank Bournois *et alii* (2007, p. 134) montrent que « 47 % des entreprises du SBF 120 subissent une pression encore limitée : ces entreprises ont mis en œuvre des démarches d'adaptation aux nouvelles normes implicites de responsabilité sociale et environnementale. [...] 24 % des entreprises du SBF 120 subissent une pression forte qui les conduit à réagir par des programmes d'action cherchant à éviter les risques de mise en cause. [...] pour 10 % des entreprises du SBF120 le développement durable est vu d'abord à travers les opportunités de marché qu'il offre. [...] 7 % des entreprises du SBF 120 sont perçues comme proactives : l'anticipation des attentes des clients oriente une partie de l'activité autour d'un positionnement de développement durable. [...] 8 % des entreprises du SBF 120 font du développement durable une opportunité intégrée dans la stratégie globale de l'entreprise. Elles ont intégré les attentes des parties prenantes dans leur politique générale et ont anticipé sur les conflits potentiels. 4 % des entreprises du SBF 120 sont clairement engagées : face à la pression externe modérée, l'adéquation du développement durable leur permet de construire une politique globale de responsabilité sociale inscrite dans leur stratégie ».

En conclusion, la gestion des ressources humaines est à la fois source de coûts et de création de valeur. Ces deux dimensions contradictoires doivent être dépassées de manière à assurer la pérennité de l'entreprise et favoriser l'accroissement de la création de valeur. Pour (ré)concilier la finance et le social, la finance et la gestion des ressources humaines, un certain nombre de pistes peuvent être explorées. Parmi celles-ci, la plus importante paraît être la prise en compte par la DRH de la logique et du rôle de la finance conjointement à la prise en compte par la finance de la logique et du rôle des RH dans l'élaboration et la mise en œuvre de la stratégie de l'entreprise. L'attention doit être particulièrement portée, compte tenu des évolutions récentes de l'environnement économique et social, sur les relations de confiance entre salariés et employeurs ainsi que sur le contrat psychologique.

De la confiance à la défiance dans la chaîne financière

JEAN-JACQUES PLUCHART

Dans les milieux d'affaires comme dans le monde scientifique, la confiance est un thème de réflexion à la fois ancien et nouveau. Fernand Braudel rappelle l'importance de la confiance dans l'expansion des marchés occidentaux du XV^e au XVIII^e siècle. Adam Smith situe la confiance – qu'il assimile à la sympathie – au cœur de sa théorie des sentiments moraux. Alexis de Tocqueville lui attribue un rôle capital pour la stabilité des institutions et la cohésion sociale. Kenneth Arrow centre sur la confiance son discours de réception du prix Nobel d'économie en 1972. Il la considère comme étant un facteur essentiel aux transactions durables et à l'investissement productif. Albert Hirschman et Amartya Sen (également Prix Nobel) redéfinissent les rôles du capital social et des valeurs non financières dans le développement de l'économie. Fukuyama et Colby (2010) ont analysé les déterminants et les processus de construction et de déconstruction de la confiance dans la chaîne financière. Algan (2012) a dénoncé « l'effet dévastateur » de la dérégulation des marchés financiers sur le niveau de confiance mutuelle entre ses multiples acteurs. Ces derniers ont pris désormais conscience que la préservation ou la restauration du capital de confiance constitue un des enjeux stratégiques des métiers de la finance.

Les années 2000 ont été marquées par une multiplication des crises de confiance dans les institutions financières. En 2001, la faillite frauduleuse du groupe énergétique Enron a sapé la confiance de l'opinion publique dans les dirigeants et les auditeurs de certains groupes internationaux. En 2008, la crise immobilière et bancaire – marquée notamment par plusieurs scandales financiers comme « l'affaire Madoff » – a ravivé la défiance à l'encontre de certains maillons (*traders*, banques, agences de notation...) de la chaîne financière. Ces dérives ont donné lieu à de vastes campagnes de presse et à des appels publics – émis par certains leaders politiques et financiers – à une restauration de la confiance entre les acteurs des marchés

financiers. Les émetteurs et les investisseurs ont fait appel à des « tiers de confiance » : évaluateurs indépendants, auditeurs légaux, analystes financiers, agences de notation, autorités des marchés financiers... en vue de sécuriser leurs transactions. Afin de restaurer la confiance, les transactions entre les différents maillons de la chaîne ont été encadrées par des chartes éthiques, des codes déontologiques, des contrats moraux et juridiques...

LES DIMENSIONS DE LA CONFIANCE

La confiance est couramment définie comme « la présomption qu'en situation d'incertitude, l'autre partie va, y compris face à des circonstances imprévues, agir en fonction de règles de comportements acceptables » (Bidault et Jarillo, 1995). Mais, au-delà de cette définition, la confiance – et notamment la « confiance en affaires » – est multidimensionnelle et elle exerce différents rôles dans la construction des interactions socio-économiques (Putnam, 1995).

La confiance comporte plusieurs déterminants ou composantes : la connaissance des partenaires, la prédictibilité de leurs comportements et l'assurance de leur fiabilité. Elle présente plusieurs dimensions (Moorman, 1992) : cognitive (confiance-*trust*), si elle est fondée sur la connaissance d'autrui ; affective (confiance-*confidence*), si elle repose sur des sentiments envers autrui ; conative (confiance-*reliance*), si elle s'est construite dans le cadre de routines organisationnelles (« s'en remettre à quelqu'un » en raison de son rôle et/ou de son statut dans une organisation ou sur un marché). Elle peut viser plusieurs objets : elle peut être interpersonnelle (entre deux individus), interorganisationnelle (entre deux organisations) ou institutionnelle (entre un individu et une institution). La confiance institutionnelle recouvre la confiance ou la croyance en un groupe d'individus régi par des normes, des règles, des rituels et des valeurs socioculturelles homogènes.

LA CONSTRUCTION DE LA CONFIANCE

La construction de la confiance institutionnelle suit un processus séquentiel. Dans une première phase, elle est fondée sur un pari ou sur une dissuasion (Shapiro *et alii*, 1987) : la violation de la confiance par l'institution dégraderait sa réputation et compromettrait ses relations avec les tiers.

Dans une deuxième phase, la confiance est confortée par des expériences partagées avec l'institution, qui permettent de mieux la connaître et de prévoir les comportements de ses acteurs. Dans une troisième phase, elle suppose une réelle empathie envers le groupe formant l'institution ; elle s'exprime par une coopération sans contrôle ni surveillance. À ce stade, la confiance est fondée à la fois sur la crédibilité d'autrui, son intégrité et sa bienveillance. Sako (1991) distingue la confiance fondée sur des compétences et celle qui est fondée sur la volonté des partenaires. La première repose sur la conviction qu'un partenaire (individuel ou collectif) maîtrise les compétences nécessaires à la réalisation d'un projet commun. La seconde – dite de dissuasion – suppose que le partenaire agira dans l'intérêt commun sans adopter un comportement individualiste ou opportuniste.

La confiance fondée sur la réputation contribue à la construction d'une identité collective, car elle implique une confiance intra-institutionnelle, dans la mesure où la trahison de la confiance par un acteur d'une institution peut rejaillir sur la réputation de tous ses membres. Ce type de confiance (avoir confiance en une institution, une organisation, un processus ou un système) représente « les attentes qui se constituent au sein d'une communauté régie par un comportement régulier, honnête et coopératif, fondé sur des normes partagées par les autres membres » (Fukuyama, 1994).

LA RELATION ENTRE CONFIANCE ET CONTRÔLE

La relation entre la confiance et le contrôle a été particulièrement étudiée, car les deux concepts sont complémentaires. La confiance évite en principe de recourir à certains contrôles. Elle suppose la volonté d'une des parties d'être vulnérable aux actions de l'autre, et notamment à ses comportements opportunistes. La combinaison entre confiance et contrôle dépend, d'une part, de l'incertitude et de la complexité de la situation rencontrée, et, d'autre part, du degré d'interdépendance entre les parties prenantes. Les sanctions attachées à une perte de confiance sont plus grandes (perte de réputation ou d'image, résiliation d'un contrat...), lorsqu'elle touche un réseau fermé ou un clan. Selon le principe de substitution, la confiance est privilégiée lorsque les contrôles deviennent inefficaces, trop longs ou coûteux. La construction de la confiance est créatrice de valeur par économie de coûts de contrôle et par effet de réputation.

La confiance est également considérée comme un présupposé social. Elle peut être assimilée à un mode de contrôle psychologique (Breton, Wintrobe, 1986) ou à un type de contrat implicite (Reed, 2001). Une relation de confiance entre les dirigeants d'une organisation permet de renforcer la cohésion entre ses membres et d'améliorer son efficacité. Elle est un mode de contrôle invisible, dans la mesure où elle influence le comportement d'autrui et où elle vient renforcer l'exercice du contrôle visible en assurant l'adhésion des membres aux règles de pilotage et au système de valeur d'une organisation. La confiance traduit le fait de privilégier, pour une organisation ou un acteur, l'intérêt commun à long terme sur l'intérêt individuel à court terme.

LA RELATION ENTRE CONFIANCE ET CONTRAT

La confiance est considérée comme une forme de contrat implicite ou informel, qui se substitue partiellement à un contrat explicite ou formel (Sako, 1991)¹. Elle est assimilée à un contrat incomplet alternatif au contrat d'agence (ou contrat entre un principal et un agent). Michael Jensen et William Meckling (1976) définissent cette relation comme « un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engagent une autre personne (l'agent) pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent ». Les deux parties, ayant des intérêts partiellement divergents et étant en situation d'asymétrie d'information, sont exposées à des risques de sélection adverse et d'aléa moral, dont la limitation engendre des coûts d'agence (surveillance, incitation, obligations...). La théorie de l'agence contribue ainsi à réduire la complexité de la relation entre le principal et l'agent en l'encadrant par des procédures d'incitation et de contrôle. Elle présuppose l'adoption de comportements opportunistes de la part de ces derniers, et elle exclut par hypothèse toute relation de confiance mutuelle. Elle n'est applicable qu'aux relations interindividuelles et est difficilement transposable aux relations interorganisationnelles.

La confiance peut présenter, dans le cadre d'une relation coopérative, la forme d'une confiance dans les comportements de l'autre partie

1. Un contrat implicite (incomplet ou relationnel) est un accord soumis aux seuls mécanismes internes d'autorégulation de la relation entre les parties ; un contrat explicite est un dispositif de droits et d'obligations réciproques engageant une responsabilité devant un tiers.

(*behavioral trust*), dans ses compétences (*competency trust*) et/ou dans son respect du contrat explicite de partenariat (*contractual trust*). Dans le jeu de la confiance, un contrat implicite appliqué sur plusieurs périodes est préférable à un contrat à une seule période, car il réduit l'asymétrie d'information et limite les risques de comportements opportunistes des agents. Selon David Kreps, le principal risque associé à la confiance réside, sur un marché incomplet, dans les comportements opportunistes d'agents en situation d'asymétrie d'information. Ces comportements recouvrent des effets de sélection adverse et d'aléa moral, présentant respectivement un risque (précontractuel) d'antisélection d'un partenaire ou d'un produit, et un risque (postcontractuel) de comportements préjudiciables de la part de l'autre partie. Selon Anthony Giddens (1984), la modernité favorise une certaine logique de confiance, car « elle substitue à la confiance en des personnes, la confiance dans des systèmes et des experts ». Cette « dépersonnalisation » de la confiance accentue l'instabilité de la relation entre confiance et contrôle. Le contrat de confiance liant les parties est d'autant plus implicite que son caractère est instable et incertain.

La confiance apparaissant comme un mode de contrôle social, la solidarité entre les membres d'une organisation, d'un réseau, d'une communauté ou d'une institution est de nature à favoriser la logique de confiance. Cette dernière recouvre, selon Jacques Rojot (2005), des comportements destinés à inspirer confiance et des comportements solidaires uniquement motivés par un esprit de corps ou des intérêts corporatistes (assimilables à un aléa moral).

UNE ENQUÊTE SUR LA CRISE DE CONFIANCE DANS LA CHAÎNE FINANCIÈRE

Le terrain d'observation porte sur les marchés financiers, confrontés à des crises de confiance répétées depuis le début des années 2000, qui ont frappé tous les maillons de la chaîne financière. Selon la typologie proposée par Dipiazza et Ecclès (2002), cette chaîne comprend, de l'amont vers l'aval, les directeurs financiers (1), les comités exécutifs (2), les conseils d'administration (3) des entreprises (émettrices d'actions), les *traders* (4), les gestionnaires d'actifs ou de risques (5), les modélisateurs ou mathématiciens financiers (6), les auditeurs légaux (7), les analystes financiers (8), les agences de notation financière (9), les régulateurs ou autorités des marchés (10), les normalisateurs comptables et financiers (11) et les investisseurs ou actionnaires (12).

Une enquête a été réalisée en 2009 et 2010 par le Laboratoire de recherche en management de la Sorbonne, auprès des acteurs situés en amont (directeurs financiers ou DAF) et en aval (investisseurs ou actionnaires) de la chaîne. Deux échantillons théoriques (constitués de 300 DAF de sociétés cotées et de 300 actionnaires individuels, dirigeants financiers exclus) ont été constitués par tirage aléatoire à partir du fichier des membres de plusieurs associations, puis interrogés à l'aide d'un questionnaire adressé par messagerie électronique. Les réponses exploitables ont émané de 135 DAF et 92 actionnaires.

Le questionnaire a été établi directement à partir des principaux concepts recensés dans l'état de l'art. Il comporte quatre questions fermées dont les réponses sont des variables dichotomiques (réponses par oui ou non, notées O/N), par une question fermée dont les réponses sont des variables continues (positionnement dans une échelle de valeurs) et par une question ouverte.

Tableau 1. Le questionnaire de l'enquête

Question	Facteurs communs	Questions posées et variables recueillies
		Votre relation avec chacun des 11 autres maillons de la chaîne financière sont-elles plutôt :
1	Objet de la relation*	Interindividuelles (O/N) ou institutionnelles ¹ (O/N) ?
2	Mode relationnel	Coopératives (O/N) ou non coopératives (O/N) ?
3	Processus de la confiance**	Fondées sur la réputation (O/N) ou l'expérience (O/N) ?
4	Déterminants de la confiance***	Déterminées par une connaissance (O/N) ou une routine organisationnelle ² (O/N) ?
5	Degré de perte de confiance	Quel niveau de confiance (note de 0 à 10) attribuez-vous à chacun des 11 autres maillons de la chaîne financière ? En 2007 : en 2009 :
6	Motifs de la perte de confiance	Justifiez brièvement votre réponse à la question précédente.

* La relation interorganisationnelle de la typologie de Barney et Hansen a été exclue.

** La 3^e phase empathique du processus de construction de la confiance (typologie de Gurviez et Korchia) a été exclue.

*** Le déterminant affectif de la typologie de Moorman a été exclu.

1. Relation entre un agent et un groupe d'agents ou une institution.

2. Interactions répétées et/ou imposées (l'agent s'en remet à l'autre partie).

LES ATTRIBUTS DE LA CONFIANCE

L'analyse des attributs de la confiance, perçus avant la crise par les enquêtés, montre en substance que les perceptions diffèrent sensiblement entre les émetteurs (dirigeants d'entreprise) et les investisseurs (actionnaires individuels), notamment en raison de leurs positionnements opposés dans la chaîne financière et de la différence entre leurs statuts (les premiers étant des professionnels et les seconds généralement des non-professionnels de la finance). Elle révèle également que leurs perceptions sont globalement cohérentes dans chaque groupe. Les pertes de confiance affichées entre 2007 et 2009 sont plus élevées chez les actionnaires que chez les dirigeants, notamment en raison de leurs statuts respectifs d'amateurs et de professionnels de la finance qui les exposent à des degrés différents d'asymétrie d'information. La crise de confiance est plus marquée dans le cadre de relations institutionnelles (entre agents et institutions), non coopératives et fondées sur une réputation et des routines imposées. Elle est moins sensible lorsqu'elle affecte des relations interpersonnelles reposant sur des expériences partagées et une connaissance mutuelle.

LES LEVIERS DE LA DÉFIANCE

Les réponses à la dernière question sur les facteurs de la perte de confiance permettent de dégager les constatations suivantes. Le facteur le plus fréquemment invoqué – notamment par les investisseurs – est « l'asymétrie d'information entre les maillons de la chaîne », traduit par les formules suivantes : « Manque de transparence, opacité des discours, complexité des systèmes et des modèles financiers, incompréhension des règles de fonctionnement de certaines organisations... » Au cours de la phase initiale de la relation entre acteurs, l'un d'entre eux se livre à un pari sur les intentions et/ou les compétences de l'autre ou des autres partie(s), instaurant une forme de jeu coopératif. Un motif également avancé réside dans la révélation de comportements opportunistes ou inefficients de la part de certains membres de groupes d'acteurs pourtant réputés, notamment de certains dirigeants d'entreprises, *traders*, modélisateurs, auditeurs, agences de notation, régulateurs et actionnaires (qualifiés de spéculateurs). Le levier le plus puissant se révèle être les biais de sélection adverse et d'aléa moral exercés collectivement par certains groupes d'acteurs et masqués par « solidarité professionnelle », « esprit de corps », « sens de l'intérêt collectif », « souci de préserver la réputation de la communauté de pratiques », « intention

de préserver le capital social de l'institution », « volonté de conserver la crédibilité de certains modèles de couverture des risques (notamment la formule de Black et Scholes et l'indicateur VaR...) »...

Les réponses laissent également apparaître que les processus de construction et de déconstruction de la confiance institutionnelle sont asymétriques. Selon un répondant, « la confiance se construit dans la durée et la méfiance dans l'instant ». Si elle repose initialement sur la « réputation d'un établissement », « l'ancienneté d'une institution » ou « la prescription par un tiers de confiance », elle doit être « confirmée » ou « consolidée » par une « longue connaissance mutuelle », par des « expériences partagées », par des « projets communs réussis »... (*sic*). Ce processus est d'autant plus long que les relations sont collectives, complexes et irrégulières. L'échec d'un projet commun, la perception de divergences d'intérêts et/ou de différences culturelles, les tensions occasionnelles entre les parties n'affectent profondément leur confiance mutuelle que si elles résultent de « comportements intentionnels et opportunistes » de la part d'un ou de plusieurs agents. Lorsque les acteurs d'une organisation suivent délibérément une logique de confiance, en occultant, masquant ou minimisant les erreurs, les négligences ou les comportements répréhensibles d'autres agents, « la perte de confiance dans l'organisation est généralement immédiate et brutale » (*sic*). Ce processus est d'autant plus rapide que le niveau de confiance antérieur était élevé et que sa construction avait été longue et difficile.

LA LOGIQUE DE CONFIANCE

Les réponses aux questions révèlent qu'une « logique de confiance » s'est en fait exercée entre tous les maillons de la chaîne financière, et que sa révélation a été un des déclencheurs de la crise de confiance dans les marchés financiers et les systèmes bancaires. Les modèles et les instruments de couverture des risques (de marché et de contrepartie) ont été longtemps présentés comme des « gages de confiance » par les banquiers à des investisseurs attirés par des promesses de profits à la fois élevés, peu risqués et durables. La validité de ces gages a été attestée par la plupart des analystes financiers et des agences de notation. Cette « double caution – scientifique et institutionnelle – a contribué dans une certaine mesure à désarmer les esprits critiques » des régulateurs boursiers, des normalisateurs bancaires et comptables, qui ont érigé certaines pratiques en référentiels. Ces gages ont influencé les décisions des responsables des établissements financiers, qui ont fondé leurs stratégies

les plus offensives sur l'exploitation de ces modèles, et de leurs autorités de tutelle qui ont permis l'autorégulation des marchés. La chaîne de confiance ainsi construite a été d'autant plus robuste qu'elle a lié durablement tous ses maillons et qu'elle a servi les intérêts à court terme de certains d'entre eux. Les investisseurs ont eu confiance dans les *traders*, qui se sont reposés sur les mathématiciens financiers et les « chartistes », les premiers s'en remettant à des modèles browniens (aujourd'hui contestés) et les seconds aux « nombres de Fibonacci » et aux « chandelles japonaises »¹ (techniques citées par plusieurs répondants) ; les épargnants ont placé leur confiance dans les gestionnaires d'actifs qui se sont fiés aux agences de notation et aux régulateurs... À chaque maillon, la hiérarchie a présumé – ou feint de croire – que les échelons inférieurs avaient respecté les bonnes pratiques, et ont entretenu publiquement « le mythe du professionnalisme ».

L'enquête révèle également que le processus de perte de confiance dans la chaîne financière a été engagé lorsque la partie la plus vulnérable a été convaincue que l'autre partie avait des intentions ou des comportements contraires à ses intérêts financiers, à ses engagements contractuels et/ou à ses valeurs éthiques. Le processus a été d'autant plus rapide que la probité et/ou la compétence de la partie défaillante étaient tenues pour acquises et constituaient le fondement d'une routine organisationnelle. La perte de confiance interpersonnelle en un acteur (un *trader*, un gestionnaire de patrimoine, un agent de notation, un banquier...) s'est étendue à toute une profession et, par contagion, à l'ensemble de la chaîne financière (engendrant une défiance institutionnelle et une perte de réputation). Cette mutation a été accélérée par la conviction selon laquelle les membres de chaque profession ont été liés par une logique de confiance, un pacte du silence, un système collectif de déni de la réalité. Elle s'est traduite par une remise en question – et donc une perte au moins partielle – du capital de connaissances mutuelles accumulées dans le cadre de la relation antérieure de confiance. L'information publique des comportements opportunistes de plusieurs *traders* depuis la faillite de la banque anglaise Barings en 1995, ainsi que la révélation des montants des bonus versés aux *traders* en période de crise ont progressivement entamé la confiance des épargnants dans les *traders* et les gestionnaires des risques de marché et, plus largement, dans tous les professionnels de la banque.

1. Les nombres de Fibonacci (mathématicien italien) recouvrent une série de chiffres censés mesurer les durées respectives des phases de hausse et de baisse d'un cycle boursier ; les chandelles japonaises sont des modes de représentation graphique de cours boursiers permettant en principe d'en prévoir les variations à court terme.

LA RECONQUÊTE DU CAPITAL DE CONFIANCE

Mais au-delà de ce constat pratique, les observations précédentes attestent que le pilotage des organisations modernes exige de plus en plus de règles, de systèmes et de modèles complexes, dont l'application dépersonnalise les relations avec leurs parties prenantes, accroît les risques de déresponsabilisation des agents et prédispose à des comportements inefficients ou opportunistes de leur part. Afin de préserver le capital social de leurs institutions, ces derniers peuvent être tentés de pratiquer une logique de confiance. Ce phénomène social explique, dans une certaine mesure, les crises de confiance dans certaines organisations, perçues par l'opinion publique depuis la fin du xx^e siècle. La logique de confiance présente un double statut de faux ami, puisqu'elle invoque la logique et la confiance pour qualifier des comportements répréhensibles, et d'« oxymore », puisqu'elle oppose la logique à la confiance, des relations confiantes pouvant entraîner la négligence de certains principes éthiques ou, plus simplement, des règles élémentaires de prudence et de bon sens. Ce paradoxe (« plus par plus égale moins » !) ne serait-il pas un des facteurs de la crise actuelle ? Ses principaux acteurs ne sont-ils pas victimes « d'une globalisation de la logique de confiance » ?

Ce constat contribue à éclairer le processus de construction et la confiance et de la défiance au sein d'un réseau d'affaires. La relation recouvre d'abord une « forme institutionnelle de confiance », fondée sur une réputation ou une image (de professionnalisme, d'expertise, d'intégrité...), selon la formule d'Arrow (1974). Ainsi, l'épargnant a spontanément confiance dans sa nouvelle banque, car il juge qu'un comportement négligent ou malveillant de sa part ruinerait son image et détournerait sa clientèle. Il pense également que sa banque est soumise à de multiples contrôles internes et externes de la part de tiers de confiance. Cet *a priori* initial s'applique entre les différents maillons de la chaîne financière : les entreprises et les particuliers envers leurs banques, les gestionnaires envers les *traders*, les *traders* envers les mathématiciens et les analystes financiers... Ce capital de confiance initial est ensuite enrichi par l'expérience de chaque relation, accumulée en fonction des perceptions des écarts entre l'image projetée et les comportements observés, entre les engagements pris et les réalités perçues. À mesure que ce capital augmente, une des parties se place en situation de vulnérabilité, engendrant ainsi des économies de coûts de surveillance et de contrôle. Ce mode de coopération, fondé sur un engagement mutuel, introduit un mode particulier de gouvernance ou de régulation des interactions entre les parties. Il instaure un mécanisme particulier

d'apprentissage collectif dans la mesure où il repose sur un partage inégal de compétences et de connaissances entre les acteurs impliqués. Ce partage est d'autant plus nécessaire au fonctionnement de la chaîne financière que les opérations y sont généralement complexes et les produits spécifiques. La perception de l'opacité de certains mécanismes, du caractère irrationnel de certains comportements, de l'imprévisibilité des crises financières, de l'ampleur inexplicable des pertes accumulées, du cynisme incompréhensible de certains acteurs... constitue un puissant facteur de perte du capital de confiance de certains acteurs de la finance.

La défiance institutionnelle est alimentée par des effets de contagion mimétique entre les opinions et les comportements des acteurs impliqués. Elle est généralement entretenue par les rumeurs véhiculées par certains acteurs et/ou observateurs. Le passage de l'interpersonnel à l'institutionnel vient modifier le processus asymétrique de construction et de déconstruction de la confiance. La perte de confiance dans une institution est d'autant plus rapide qu'elle conjugue une perte de confiance en un collectif social (*trust*) et une perte de confiance en soi (*confidence*). L'appartenance à (ou la coopération avec) une institution ou une communauté reconnue et respectée, contribue à renforcer la confiance en soi de chacun de ses membres. La confiance est affectée en cas de révélation de défaillances récurrentes et/ou de comportements opportunistes de la part de certains d'entre eux.

VERS UNE TRANSPARENCE ACCEPTABLE

L'analyse de la perte de confiance implique une grille conceptuelle multicritère, applicable à la fois aux déterminants et au processus de la relation de confiance. La révélation de comportements opportunistes collectifs constitue le principal déclencheur d'une crise de confiance, mais elle indique également que certains antécédents organisationnels ou institutionnels prédisposent à la crise. Une crise de confiance est prédéterminée par les attributs de la confiance préexistante. Le processus de perte de confiance diffère en fonction du statut de l'acteur et de son rôle au sein d'une organisation ou d'un marché. Il est plus rapide et plus marqué lorsqu'il affecte la relation entre un individu et une institution réputée, dont certains membres sont convaincus de suivre une logique de confiance.

Mais, ce constat suggère aussi que la restauration de la confiance ne saurait être réduite à une simple reconstruction bâtie sur le modèle de la construction de la confiance. Elle implique une réflexion plus profonde, passant par la redéfinition des relations entre confiance et contrôle, ainsi que la reconfiguration des contrats explicites et implicites entre les parties prenantes. Ces contrats doivent notamment garantir une transparence acceptable entre les groupes d'agents, comporter des engagements mutuels de respecter les codes déontologiques de leurs métiers respectifs et prévoir la médiation d'authentiques tiers de confiance.

Partie 2

VERS UNE NOUVELLE RÉGULATION FINANCIÈRE

La deuxième partie met en lumière les avancées et les déficiences de la régulation financière. Elle est découpée en deux séquences, portant respectivement sur les mécanismes de la régulation internationale et sur la crise de l'euro.

Dans la première séquence, Daniel Zajdenweber montre que si la déréglementation financière, poursuivie de façon systématique depuis les années 1970, a eu des effets positifs sur le développement économique, elle n'en a pas moins engendré des dérèglements et des crises qu'il convient à l'avenir de juguler. Jean-Claude Gruffat s'interroge également sur l'efficacité de certains dispositifs internationaux de régulation. Denise Flouzat indique comment rééquilibrer les flux d'épargne mondiaux et restaurer une certaine stabilité financière. Jacques Mistral s'efforce plus particulièrement de mesurer les effets de la loi Dodd-Frank qui encadre le marché financier américain. Claude Revel analyse les différents types d'influence exercés sur la finance internationale.

Dans la seconde séquence consacrée aux dernières crises, Yves Doutriaux évalue la capacité des institutions européennes à surmonter la crise de l'euro. Henri Malosse considère que cette crise peut en cacher une autre : celle de l'Europe. Philippe Jurgensen retrace les différentes tentatives de réforme de la régulation financière face à la crise européenne. Jean-Paul Betbèze fait face à la réalité de cette crise et propose un dosage complexe de mesures afin d'y remédier. Christian Saint-Étienne attribue au traité de Maastricht l'origine de la crise de l'euro et compare les différents scénarios possibles de sortie de crise. Hubert Rodarie montre que le « refus du temps » entraîne une dévalorisation de la monnaie. Jean-Marc Daniel invite le lecteur à un voyage dans le temps autour des crises financières. Michel Scheller fait part de ses interrogations « d'honnête citoyen » sur la crise de l'euro. Dans une synthèse finale, William Nahum analyse les mécanismes de la crise de 2007 et propose un ensemble de mesures visant à réguler l'économie financière.

La martingalisation des marchés financiers

CHRISTIAN WALTER

La régulation des marchés financiers prend depuis une dizaine d'années la forme d'une martingalisation généralisée des prix, qui a abouti notamment à la notion de juste valeur dans les réglementations Bâle III et Solvabilité 2. La martingalisation systématique des marchés – dans le sens de leur mise en ordre par des martingales – représente l'équivalent pour la finance du xx^e siècle de la moyennisation systématique des variables dans la statistique du xix^e siècle : une action collective normative pour les pratiques professionnelles à grande échelle.

MARTINGALISONS LES MARCHÉS !

Bâle III et Solvabilité 2 mettent aux normes les pratiques professionnelles financières. Cette mise aux normes passe par l'utilisation d'instruments de régulation, comme par les calculs du *best estimate* des provisions techniques des assureurs, notion qui constitue l'une des clés de voûte du nouveau régime prudentiel Solvabilité 2. Les règles à utiliser pour ce calcul (voir le site Web de l'EIOPA, la nouvelle Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles) font apparaître l'importance déterminante des courbes de taux sans risque à base de dette souveraine. Le principe de base de l'usage de ces courbes de taux sans risque repose sur la condition de non-existence d'arbitrage, dont la contrepartie mathématique est une forme particulière du processus aléatoire décrivant l'évolution des actifs et des passifs, appelée « martingale ».

Aujourd'hui, toutes les évaluations financières sont effectuées à partir de martingales sur les taux sans risque (*risk neutral valuation*). Loin d'être triviale, cette doctrine réglementaire représente l'aboutissement d'un siècle de développement de la théorie financière. Elle a été rendue possible par

l'unification de trois courants de recherche : l'évaluation financière, la modélisation des variations des cours de Bourse et la théorie de l'équilibre général en économie. On se propose ici de revenir sur cette évolution.

Pourquoi un détour par l'histoire de la pensée financière ? L'histoire intellectuelle de la formation d'une idée est toujours instructive, et permet de mieux éclairer les débats en cours. La raison vient de ce que, faisant apparaître les prémisses sur lesquelles se fonde une doctrine, on en comprend mieux ensuite ses conséquences. Les hypothèses financières contenues dans la doctrine réglementaire qui veut mettre en ordre les marchés par des martingales permettent de mieux comprendre les difficultés de son application ainsi que le volontarisme du consensus qui en a imposé l'usage. Par exemple, sans la validation par une théorie d'arrière-plan de l'importance du taux sans risque, il aurait été impossible d'émettre autant de dettes souveraines. Au départ, c'est une idée très abstraite – forgée par la théorie financière des années 1960 et mathématisée par la théorie financière des années 1980 – qui a rendu possible la croissance illimitée d'un endettement dont on voit aujourd'hui les conséquences catastrophiques. Mais l'idée qui a rendu possibles ces conséquences n'est pas débattue publiquement. Une des causes de ce silence vient de l'apparente technicité des débats financiers. Or, dans un autre domaine, celui de la sûreté nucléaire, la technicité des questions en jeu n'a pas empêché de les mettre en débat : il faut seulement traduire des savoirs techniques en termes accessibles au plus grand nombre. Ce qui a été fait – et bien fait – pour la sûreté nucléaire peut et doit aussi être fait pour la sûreté financière.

Outre la mise en critique des cadres de pensée actuels de la régulation financière, le travail d'exhumation des prémisses intellectuelles permet aussi d'imaginer un autre cadre de pensée. Il a été montré ailleurs comment un changement de cadre conceptuel permettrait par exemple de réduire les besoins en fonds propres des banques et des compagnies d'assurances pour des prises de risque identiques (Walter, 2010 ; Le Courtois et Walter, 2012). D'où l'importance de proposer de déplacer les matrices du débat public actuel, en remontant à la genèse de sa doctrine.

Auparavant, disons un mot des martingales. En équitation, une martingale est un enrênement particulier : un système de sangles posé sur le cheval qui l'empêche de trop lever sa tête vers le haut ou de trop la baisser vers le bas, de trop la secouer. En termes financiers, on dirait qu'il s'agit de limiter la volatilité de la tête du cheval. Martingaliser les marchés revient à dire que l'on cherche à éviter une trop grande volatilité des cours en enrênant

les Bourses au moyen de martingales. Comment fait-on, en pratique ? En imposant aux modélisations boursières et aux évaluations financières que les prix cotés actualisés ou évalués possèdent la propriété de martingale. Ce qui conduit à la notion mathématique de martingale. Ce n'est rien d'autre qu'un processus aléatoire qui possède la propriété d'empêcher, telle la tête du cheval enrêné, les valeurs de la variable aléatoire (par exemple un cours de Bourse) de trop monter ou de trop baisser.

Si l'on postule qu'un cours de Bourse actualisé est une martingale, cela veut seulement dire que la meilleure prévision du cours actualisé futur est le cours actualisé présent. Cette représentation probabiliste exprime donc mathématiquement la notion de marché efficace au sens informationnel (marché efficient). Les variations boursières redressées de l'actualisation présenteront la propriété statistique d'apparaître « décorréelées », et on dira alors qu'elles évoluent au hasard. Il est extrêmement important de comprendre que l'on parle ici de cours actualisés et non de cours seuls, et qu'il ne s'agit absolument pas de marche au hasard.

Passons maintenant à l'archéologie des origines financières de Bâle III et Solvabilité 2.

TROIS HISTOIRES DE LONGUE DURÉE

Les historiens de l'économie, à la suite des travaux de Fernand Braudel, ont porté leur attention sur la longue durée des phénomènes. Dans le cas de la pensée financière qui nous intéresse ici – la gestation de l'idée de bilan au prix de marché et la martingalisation des actifs financiers au taux sans risque – nous nous trouvons également devant trois histoires de longue durée : trois aventures intellectuelles de la pensée financière et économique qui traversent le XIX^e siècle.

Elles coexistent séparément dans les travaux universitaires pendant près de soixante ans, en s'ignorant mutuellement jusqu'à leur articulation formelle effectuée dans les années 1980 par une percée conceptuelle majeure qui apparut dans la finance mathématique avec la reconstruction des objets de la théorie financière au moyen de la modélisation mathématique de l'arbitrage. Ce qui n'était qu'une pratique empirique devint la brique de base de la construction des instruments financiers : on découvrit à ce moment que, lorsqu'un marché était arbitré, la succession des cours actualisés pouvait être décrite par la représentation mathématique martingale.

L'équivalence entre arbitrage et martingale, la compréhension de cette dernière comme contrepartie mathématique d'un marché arbitré, fut la première étape de la financiarisation généralisée de l'économie qui caractérise les années 1990 puis 2000.

TROIS HISTOIRES ISOLÉES PENDANT QUATRE-VINGTS ANS

Ces trois aventures intellectuelles sont respectivement la modélisation des variations boursières par des processus aléatoires, c'est-à-dire une recherche de type descriptive (sans explication causale) pour caractériser par une formule mathématique adéquate la forme des trajectoires de cours observées sur les marchés ; l'évaluation des actifs financiers et des entreprises, c'est-à-dire la recherche d'une théorie capable de fournir un cadre conceptuel rigoureux permettant de donner un prix supposé juste à tout objet pouvant être négocié; la modélisation de l'équilibre en économie, qui inclut les développements de la théorie économique de l'équilibre général, initialement décrit dans un cadre statique, puis ensuite généralisé dans un cadre dynamique intertemporel.

Rappelons-en brièvement les contenus et les bornages historiques. Le premier courant de pensée trouve son origine mathématique en 1900 avec la thèse de doctorat de Louis Bachelier, et se poursuit dans la première moitié du ^{xx}e siècle avec les travaux de Cowles, Working, Kendall, Osborne, Alexander et Cootner pour parvenir à structurer avec Samuelson en 1965 le modèle standard des fluctuations boursières : l'exponentielle de mouvement brownien. Le second domaine ignore les travaux relatifs aux processus aléatoires et aux tests statistiques, et développe depuis 1930 avec Fisher et Williams des analyses sur la valeur des sociétés, qui aboutissent également à un modèle standard de l'évaluation financière : la méthode des flux futurs de revenus actualisés (*discounted cash flow*) dont la version de Gordon et Shapiro de 1956 puis le manuel de Gordon de 1962 représentent l'instrument de base de tous les analystes financiers. Enfin, le troisième courant de recherche est celui de la théorie de l'équilibre général qui, depuis les travaux de Walras et Pareto, précise toujours davantage les caractéristiques de l'équilibre des marchés, et aboutira aux synthèses d'Arrow, Debreu et Radner en 1954 et 1972.

Trois domaines donc, et trois théories en constante gestation : théorie de la dynamique boursière (finance de marchés), théorie de l'évaluation

financière (finance d'entreprise), théorie de l'équilibre économique (cadre conceptuel général). Ces trois axes de réflexion se sont développés parallèlement en suivant chacun sa dynamique intellectuelle, mathématique, et institutionnelle propre : les types de modélisation, les outils mathématiques mobilisés, les cadres institutionnels à l'intérieur desquels s'effectuaient et se finançaient les recherches et les populations universitaire et professionnelle concernées furent pendant longtemps différents et irréductibles les uns des autres.

Ces mondes se sont ignorés d'autant plus volontiers que les objectifs professionnels étaient différents, voire contradictoires. Par exemple, les évaluateurs de sociétés et les analystes financiers, disposant d'un outillage mathématique rudimentaire, étaient violemment opposés à l'intrusion des processus aléatoires dans les méthodes d'évaluation. Les statisticiens probabilistes qui travaillaient sur les équations de la dynamique boursière ne cherchaient pas à intégrer la notion de valeur des entreprises, ni d'ailleurs celle d'allocation optimale des ressources au sens de la macroéconomie. Quant aux économistes universitaires, ils restaient éloignés des développements de la théorie financière, cela alors même que ces développements commençaient à mordre sur le champ de l'économie.

LE DÉSENCLAVEMENT DES ANNÉES 1980

On mesure donc le changement important qui fut produit par le désenclavement des trois mondes dans les années 1980. Les jonctions des trois domaines de recherche examinés se sont opérées deux à deux au cours de la seconde moitié du xx^e siècle. L'unification se produisit en effet par binôme de théories. La jonction entre l'évaluation financière et les martingales fut faite par Samuelson entre 1965 et 1973 ; la jonction entre les martingales et les modèles économiques d'équilibre fut faite par Le Roy en 1973 et Lucas en 1978 ; la jonction entre la théorie de l'arbitrage et l'évaluation financière fut faite par Ross, Harrison, Kreps et Pliska entre 1976 et 1981. La notion de « noyau d'évaluation », qui est un facteur d'actualisation (aussi appelé « déflateur ») à un taux aléatoire, permet de synthétiser puis d'unifier ces trois jonctions partielles.

C'est par l'approfondissement de la compréhension de l'applicabilité de la théorie des martingales à la modélisation financière que s'effectua l'unification conceptuelle des trois mondes. La théorie des martingales,

adéquatement subsumée dans le concept d'efficacité informationnelle des marchés par Samuelson, retrouvée comme expression déduite d'un équilibre général par Le Roy et Lucas, puis adéquatement insérée au cœur même de la théorie mathématique de l'arbitrage par Harrison, Kreps et Pliska, permit la confluence des travaux de recherche sur ces trois domaines respectifs.

TROIS SORTES DE MARTINGALISATION

Années 1960 : martingale avec taux d'actualisation constant exogène

La première des jonctions intellectuelles, unifiant les méthodes de l'évaluation financière des sociétés au moyen des valeurs actuelles de flux actualisés de Fisher et Williams, et les descriptions probabilistes des variations boursières par des martingales, fut effectuée par Samuelson dans ses articles de 1965 et 1973. Cherchant à réconcilier deux opinions apparemment contradictoires, celles des analystes pour lesquels l'art de l'évaluation financière permettait de trouver de bons titres à acheter, et celles des statisticiens pour qui les marchés évoluaient apparemment au hasard, Samuelson fit apparaître que non seulement ces deux représentations n'étaient pas contradictoires, mais que, au contraire, plus les investisseurs évalueraient correctement une société en utilisant le modèle de flux actualisés, et plus les variations boursières seraient « décorréelées ».

L'assertion radicale de l'article de 1973 était la suivante : « Les investisseurs qui s'informent (sur les conditions économiques réelles de l'entreprise) ont pour effet, par leurs achats et ventes de titres, de blanchir le spectre des variations boursières. » Un spectre blanc est le signe de variations « décorréelées » : donc plus les variations de la Bourse ressembleraient à celle de la roue de la roulette d'un casino, et plus cela signifierait que les investisseurs étaient compétents et responsables (cela ne veut pas dire que la Bourse est assimilée à un casino... c'est le contraire !). Le juste prix bien prévu d'une société était donc celui qui rendait le marché totalement imprévisible. Tel est l'apparent paradoxe de l'idée d'efficacité informationnelle d'un marché, qui ne fut pleinement résolu qu'en 1980 par Grossman et Stiglitz.

Plus précisément, en faisant l'hypothèse que les investisseurs évaluent la société par la méthode des flux actualisés en utilisant un taux d'actualisa-

tion (*discount rate*) quelconque x , et que le rendement (*yield*) des actions de cette société (rapport dividende/cours) soit y , Samuelson montra que l'on pouvait retrouver une martingale sur le cours de l'action actualisé au taux $x - y$.

Le taux d'actualisation utilisé par les investisseurs était choisi à partir d'un modèle d'équilibre comme CAPM de Sharpe de 1964 : c'était donc une donnée exogène. De plus, il fallait qu'il soit constant, alors que l'on peut imaginer qu'il fluctue selon les horizons d'investissement considérés. Il fallait également que le rendement de l'action soit stationnaire. Cette première forme de martingale sur les marchés financiers était donc assez restrictive.

Années 1970 : martingale avec taux d'actualisation aléatoire endogène

À partir d'un raisonnement d'équilibre économique, Le Roy en 1973 puis Lucas en 1978 généralisèrent cette première martingale de Samuelson en rendant le taux d'actualisation aléatoire et en le plaçant à l'intérieur de l'espérance mathématique (soit un taux endogène). L'inverse de ce taux (un facteur d'actualisation aléatoire ou *stochastic discount factor*) est appelé « noyau d'évaluation par le marché » (*market pricing kernel*). L'équation de Lucas établit la jonction entre l'évaluation financière d'une société et un modèle d'équilibre général en économie avec investisseur représentatif.

L'équivalence entre l'équation de Lucas et le cadre intellectuel du modèle d'équilibre général d'Arrow et Debreu en statique (nombre fini d'états du monde possibles) fut obtenue en remplaçant l'espérance mathématique par son développement sur les différents états : la valeur du noyau de l'évaluation dans un état du monde est égale au prix du titre élémentaire quantifiant cet état, ajusté par la probabilité de l'état correspondant. D'où l'écriture du noyau en actifs d'Arrow et Debreu.

Années 1980 : martingale avec taux sans risque et probabilité modifiée

La percée intellectuelle de la finance mathématique, qui permettra l'universalisation de l'idée d'évaluation au juste prix par un taux sans risque comme les taux coupons zéros arbitrés issus des emprunts d'État, va être

opérée à la charnière des années 1980 dans la réinterprétation du noyau et des prix d'Arrow-Debreu au moyen des opérateurs du calcul stochastique.

L'intuition fondamentale qu'ont eue, entre 1976 et 1981, Ross, puis Harrison, Kreps et Pliska, a consisté à réinterpréter les prix des états du monde d'Arrow et Debreu comme des valeurs d'une probabilité particulière lorsque le marché était arbitré. Le passage de la probabilité historique (que l'on note P) à la probabilité modifiée (que l'on note en général Q) s'effectua au moyen de la technologie du calcul intégrodifférentiel stochastique, par l'opérateur de Radon-Nikodym (ou opérateur de changement de probabilité) noté L et défini en statique par $L = Q/P$. D'un point de vue intuitif, le monde dual de la probabilité notée Q peut être compris comme un univers psychologique dans lequel les individus seraient indifférents à la chance de gain comme au risque de perte : cette neutralité psychologique vis-à-vis du risque explique à la fois la terminologie de langue anglaise (*risk neutral probability*), et l'actualisation à un taux d'intérêt qui, de ce fait, n'inclut pas de prime de risque. C'est sur cette base conceptuelle que se sont construites les normes européennes de l'évaluation des bilans en *fair value*.

Par la transformation de l'ensemble des équations d'évaluation écrites précédemment dans le monde réel en nouvelles équations écrites dans le monde dual de Q , Harrison, Kreps et Pliska ont posé les fondements de l'évaluation moderne des actifs financiers : le juste prix de tout actif financier n'est rien d'autre que l'espérance mathématique de sa valeur future calculée avec la probabilité Q , et actualisée à un taux d'intérêt sans prime de risque, comme par le taux des dettes souveraines pour autant qu'elles soient classées dans la catégorie « sans risque ».

Du point de vue de la dynamique boursière, toutes les martingales écrites avec la probabilité P et un taux d'actualisation incluant une prime de risque se transforment en martingales avec la probabilité Q et un taux d'actualisation sans prime de risque : on passe de P -martingales à une Q -martingale au moyen de l'opérateur L , et la possibilité même de ce passage est la trace mathématique de l'existence d'un marché arbitré à l'équilibre, c'est-à-dire dans lequel il n'y a plus aucun arbitrage à effectuer (*absence of opportunity of arbitrage*). La nouvelle relation sur les prix actualisés devient une martingale avec cette probabilité Q .

MARTINGALES ET NOYAU D'ÉVALUATION

Le bouclage avec le noyau d'évaluation de Lucas se fait ensuite puisque, comme on l'a vu, le noyau est une autre expression des prix des titres élémentaires d'Arrow et Debreu. Ainsi, l'opérateur L peut être identifié au noyau de l'évaluation au taux sans risque près, et cette identification permet d'établir le lien entre évaluation, équilibre général dans le monde réel, et expression de cet équilibre dans le monde dual.

L'identification financière concrète du noyau de l'évaluation sera faite par Long en 1990 : le noyau sera interprété sur un marché financier comme le facteur d'actualisation au taux de rentabilité d'un portefeuille qui maximiserait pour tout investisseur la croissance de son patrimoine (encore appelé portefeuille log-optimal). Avec le portefeuille log-optimal, l'on retrouve à nouveau une martingale, mais avec comme taux d'actualisation utilisé le taux de rentabilité du portefeuille log-optimal.

Si maintenant l'on écrit les relations du noyau avec les rentabilités des actifs et non plus leur prix actualisé, on fait apparaître la forme génératrice de tous les tests d'efficacité informationnelle des marchés (« efficacité du marché ») : $1 = \text{espérance mathématique} [\text{noyau} (1 + \text{rentabilité du titre})]$. Le noyau et la rentabilité du titre sont contraints par leur produit sous l'espérance mathématique qui doit valoir 1, et cette contrainte permet de définir les manières de tester, tant les niveaux de rentabilité que ceux de volatilité (inégalité de Hansen et Jagannathan) des cours sur les marchés financiers. C'est par cette contrainte que les normes réglementaires Bâle III et Solvabilité 2 martingalisent les marchés.

Résumons ce que nous venons de décrire. La représentation d'un équilibre de marché par le noyau d'évaluation conduit donc nécessairement à une modélisation de la dynamique boursière par une martingale, ce qui correspond indifféremment à une évaluation juste d'une société (au sens de la valeur de Fisher-Williams) ou à une optimalité au sens de l'allocation des ressources et des risques (au sens de Walras-Pareto). La notion de noyau d'évaluation, qui représente l'aboutissement des développements de la théorie de l'équilibre général passés dans la finance professionnelle, peut être vue comme la notion théorique qui a permis à la pensée financière de s'unifier dans les années 1980, pour parvenir à une compréhension globalisante de la totalité des phénomènes économique-financiers existants. C'est la raison pour laquelle nous avons proposé (Walter, 2006) de rendre compte de l'évolution d'un des champs de la théorie de la finance tout au

long du xx^e siècle par un cheminement de la réflexion économique vers le noyau d'évaluation dont la trace probabiliste est une martingale.

Tableau 1. L'évolution intellectuelle de la pensée théorique financière vers la jonction noyau - martingale - arbitrage

Auteurs des travaux initiaux qui lancent le courant de pensée	Année de la publication	Taux d'actualisation utilisé pour l'obtention de la martingale	Probabilité utilisée dans la martingale
Samuelson	1965 – 1973	Taux constant exogène	Historique : P
Le Roy, Lucas	1973 – 1978	Taux aléatoire endogène	Historique : P
Ross, Harrison, Kreps, Pliska	1976 – 1981	Taux sans risque	Modifiée : Q

CONCLUSION : UNE ACTION COLLECTIVE NORMATIVE À GRANDE ÉCHELLE

La synthèse intellectuelle des années 1980 représenta un moment très particulier dans l'histoire de la finance au xx^e siècle, qui résulta d'une conjonction exceptionnelle de talents déployés à la fois dans les domaines de la finance mathématique, dans les pratiques professionnelles américaines des banques de marché, ainsi que dans les développements de la théorie des probabilités sur les processus aléatoires. La forme mathématique que prit cette jonction conceptuelle fut l'équation d'évaluation en noyau, qui exprima à la fois l'équilibre d'un marché, son optimalité au sens de Pareto, l'évaluation juste de tous les actifs cotés et la propriété de martingale de la dynamique boursière associée. Le développement des marchés de capitaux et la financiarisation du monde économique s'en sont suivis.

La compréhension profonde de l'équivalence entre arbitrage et forme martingale, cette dernière représentant la contrepartie mathématique d'un marché arbitré, fut l'étape intellectuelle indispensable, le tournant de la pensée financière qui libéra l'imagination des ingénieurs financiers et des régulateurs. Dès lors, la martingalisation systématique des marchés – dans le sens de sa mise en ordre par des martingales – représentera l'équivalent pour la finance du xx^e siècle de la moyennisation systématique des variables dans la statistique du xix^e siècle : une action collective normative pour les pratiques professionnelles à grande échelle.

Aujourd'hui, dans l'état actuel du développement de la régulation financière, tel que les normes réglementaires le laissent apercevoir, rien ne semble pouvoir résister à la vague déferlante de la martingalisation. Sans même parler de la fiction de la notion de « sans risque » pour des dettes qui se sont révélées plus risquées que des obligations d'entreprises, il est remarquable de constater que les innombrables difficultés techniques rencontrées par les professionnels des banques ou des compagnies d'assurances dans l'application pratique de cette doctrine n'ont pas (malgré la crise que nous connaissons aujourd'hui) découragé les promoteurs de ces normes et de ces méthodes. La question de la martingalisation des marchés financiers est un sujet opaque dans le débat public. Au vu de l'ampleur de la crise qui frappe les économies européennes, il serait peut-être temps de le rendre visible.

Les dérèglements de la déréglementation

DANIEL ZAJDENWEBER

Depuis une quarantaine d'années, les marchés financiers au sens large, c'est-à-dire les marchés boursiers et les banques, vivent un triple big bang mondial qui a profondément modifié leur fonctionnement. Le premier big bang est la disparition du système monétaire international issu des accords de Bretton Woods de 1944, qui a introduit une grande volatilité des taux de change et par conséquent des taux d'intérêt ; le deuxième est le formidable progrès dans la capacité des techniques informatiques, qui a permis le développement d'échanges massifs et à grande vitesse ; le troisième, enfin, est la déréglementation financière et bancaire, à l'origine du démantèlement des anciens cadres réglementaires, remplacés par de nouveaux sous le vocable Bâle I, puis II et III. On ne peut pas comprendre la crise actuelle sans analyser les conséquences de ces big bang, notamment sur l'augmentation de la volatilité des marchés et sur la création de risques systémiques. C'est pourquoi nous commencerons par ces analyses. Elles permettent d'esquisser les éléments d'une nouvelle réglementation, susceptible de limiter l'occurrence de crises, ou du moins d'en réduire l'amplitude et la durée.

En supprimant, le 15 août 1971, la libre convertibilité du dollar en or, certes réduite depuis 1944 aux seules banques centrales, puis en supprimant le taux de change officiel fixe du dollar après sa dévaluation en décembre 1971, le président Nixon a ouvert une ère nouvelle dans l'histoire monétaire mondiale, celle des fluctuations des taux de change, très au-delà des fourchettes quotidiennes habituelles (les fameux « points d'or » des économistes classiques). D'où une très grande volatilité des taux d'intérêt, puisque les techniques de change sont fondées sur des prêts et des emprunts interbancaires. Cette volatilité a également eu pour conséquence d'augmenter l'incertitude sur les valorisations des titres, puisqu'elles dépendent des taux d'intérêt par le jeu de l'actualisation des *cash-flows*.

Ce n'est pas par hasard si l'ouverture à Chicago d'un des premiers grands marchés organisés de produits dérivés sur actions, celui des options négo-

ciables, a eu lieu en avril 1973¹, au moment où un nouvel ordre monétaire mondial fondé sur la volatilité des taux de change et des taux d'intérêt se mettait en place.

Les progrès fulgurants de la technologie informatique, la fameuse loi de Moore, qui double la capacité des ordinateurs tous les dix-huit mois, bouleversent toute l'économie de la communication et de l'information. Ils ont plusieurs conséquences pour les marchés financiers. Tout d'abord, ces progrès ont permis le développement des échanges massifs, quelles que soient les localisations géographiques des opérateurs, *via* des réseaux interconnectés. D'où la disparition des marchés à la criée et des *trading floors*, beaucoup trop lents et incapables de gérer des volumes importants, avec corrélativement la diminution du nombre de Bourses traditionnelles contraintes de fusionner, car fortement concurrencées par les plates-formes informatiques de négociation (Turquoise, Chi-X, etc.). Ensuite, ces progrès ont permis de généraliser les transactions à haute fréquence, devenues la norme d'efficacité d'un marché, fût-il d'actions, d'obligations, de change, de taux, de produits dérivés ou de matières premières. Enfin, l'informatisation généralisée a facilité la dématérialisation des titres, remplacés par des lignes d'écriture informatique. Elle a contribué par conséquent à abaisser les coûts de transaction et de gestion des titres, devenus tous fongibles, au plus grand profit de la conservation dorénavant génératrice de valeur ajoutée par le biais des opérations de prêts de titres.

La déréglementation, voulue par le gouvernement anglais de Margaret Thatcher puis le gouvernement américain de Ronald Reagan, poursuivie par tous les gouvernements de ces deux pays puis par ceux des pays européens, a été généralisée afin de rétablir la libre-concurrence dans la négociation des titres et dans les activités postmarchés (compensation, règlement-livraison, conservation). L'objectif avoué était de faire baisser les coûts de transaction. Les anciens monopoles de transaction, comme celui de la Compagnie des agents de change à Paris et bien d'autres dans le monde, ont de ce fait presque tous disparu, au profit des banques et des marchés de gré à gré.

1. La technique de couverture des risques par le moyen d'options est très ancienne. Elle n'était connue que des spécialistes (à la Bourse de Paris, où il existait un marché d'options depuis près d'un siècle, ces spécialistes étaient surnommés « écheliers de primes »). Mais ces marchés très techniques n'étaient pas ouverts au grand public. Aux États-Unis, ils étaient réduits à des transactions entre un petit nombre d'intermédiaires (les *put and call dealers*), tandis que les acheteurs d'options ne pouvaient pas les négocier entre eux. D'où des marchés d'options peu liquides et peu profonds, jusqu'en 1973.

Cette déréglementation des marchés s'est accompagnée d'une déréglementation bancaire, semble-t-il voulue par les banques plutôt que par les gouvernements. C'est ainsi qu'ont été supprimés les cloisonnements pruden- tiels issus de la crise de 1929, comme le Glass-Steagall Act qui séparait les activités des banques de détail des activités des banques d'investisse- ment. De même, l'interdiction aux banques américaines de proposer des produits d'assurance et de détenir des participations dans des compagnies d'assurance a été progressivement supprimée.

Avec la levée des anciennes interdictions et des cloisonnements monopo- listiques, les seules contraintes qui se sont imposées ont été les directives internationales dites Bâle I, puis II et III. Elles ont remplacé les anciennes règles prudentielles devenues obsolètes, comme l'obligation de déposer des capitaux à la banque centrale à due proportion des crédits accordés. Ces nouvelles réglementations contraignent les banques et tous les établisse- ments de crédit à disposer de capitaux propres (ou assimilés) en quantité suffisante pour faire face à tous les risques, tant à l'actif qu'au passif de leur bilan. Mais l'ingénierie bancaire a su mettre en place plusieurs techniques originales, prétendument capables d'assurer la protection des usagers, plus généralement de garantir la sécurité du système bancaire et financier mon- dial. Grâce à la titrisation et aux *credit default swaps*, leurs capitaux propres étaient suffisants, affirmaient-elles, puisque des lignes de crédit étaient sorties des bilans par le biais de la titrisation, allégeant ainsi le besoin en fonds propres, tandis que les éventuelles défaillances de débiteurs impor- tants comme les entreprises et les États étaient couvertes par des assu- rances souscrites par l'entremise de CDS. Des *stress tests* qui se sont révélés complaisants confortaient fort opportunément ces discours rassurants.

Jusqu'à la crise actuelle, sur laquelle nous allons revenir, la déréglementation combinée au développement des activités de marchés a eu des effets plutôt favorables à l'économie. Elle a réduit les coûts d'intermédiation financière et augmenté la liquidité des marchés, ce qui a facilité le financement de l'économie, tout en générant des profits considérables pour les banques et pour les intermédiaires financiers non bancaires¹. La relative abondance des crédits, soutenue par la politique monétaire accommodante de la part de la Federal Reserve Bank, a notamment permis de financer le secteur immo- bilier aux États-Unis (et dans d'autres pays comme l'Espagne), engendrant

1. Profits d'autant plus considérables que rapportés à des capitaux propres relative- ment réduits, compte tenu de l'effet de levier, ils correspondaient à des taux de profits de l'ordre de 15 %, quand ce n'était pas beaucoup plus.

une bulle immobilière originale, dite des *subprimes*, dont l'éclatement à partir de 2007 sera le premier phénomène révélateur des dérèglements du système financier mondial.

Cette crise, ainsi que celles qui ont suivi, comme la faillite de la banque Lehman Brothers, le 15 septembre 2008, qui obligea les banques centrales à se substituer aux marchés interbancaires défailants, puisque plus aucune banque ne prêtait à ses consœurs de crainte qu'elles ne soient insolvables, a révélé trois défauts majeurs dans la gestion des risques financiers, engendrés par la déréglementation. Le premier défaut est l'illusion que les risques transférés par la titrisation ont disparu ; le deuxième est que la valorisation des actifs et des passifs, dite *full fair value*, issue de la réglementation comptable actuelle et qui repose sur les cours boursiers, est susceptible d'engendrer une très forte volatilité, en dépit de l'existence de marchés de produits dérivés ; le troisième, enfin, est qu'un CDS n'est pas un vrai contrat d'assurance.

En titrisant un portefeuille de crédits, une banque transfère la rentabilité et les risques¹ de ce portefeuille à d'autres agents économiques, des fonds d'investissement, des *hedge funds* ou des assureurs, à la recherche d'investissements sécurisés par les créances contenues dans le portefeuille. En contrepartie, la banque cédante reçoit du *cash* et allège ses besoins en fonds propres réglementaires. Chaque portefeuille titrisé est un assemblage complexe de créances afin qu'en principe une faible part du portefeuille puisse faire défaut. Ce transfert de risque est un facteur favorable à l'activité économique, comme l'assurance en général, tant que le taux des défauts reste faible et tant que le marché de la titrisation conserve sa liquidité. Ce ne fut plus le cas à partir de 2007. D'une part, les défauts ont augmenté à cause des abus des prêts *subprimes* aux États-Unis, jetant la suspicion sur la valeur réelle des portefeuilles titrisés, d'autre part le marché de la titrisation s'est asséché, en raison même de l'incertitude sur cette valeur réelle. De plus, la complexité de certains portefeuilles a été telle qu'elle a multiplié les incertitudes sur leur valorisation. Ainsi, plusieurs investisseurs n'ont pu évaluer leurs portefeuilles, ni les céder à nouveau, faute de contrepartie, à moins de les brader. Si les banques centrales n'étaient pas intervenues massivement pour assurer la liquidité du marché interbancaire, il est vraisemblable que les pertes des banques et celles des investisseurs qui se croyaient protégés

1. Les risques sont nombreux. Outre le risque de défaut des débiteurs, ils comprennent le risque de taux, le risque de marché, le risque de contrepartie et le risque de change, si les créances sont libellées en devises étrangères. Théoriquement, le prix de cession intègre tous ces risques.

auraient été catastrophiques. D'ailleurs, plusieurs institutions financières majeures aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro ont été contraintes de fusionner ou de se faire nationaliser pour éviter la faillite. La titrisation a donc engendré un risque nouveau, celui de la défaillance du système financier, qui n'est pas assurable. Les normes réglementaires en vigueur à cette époque (Bâle II), qui ont incité les banques à titriser leurs créances pour économiser leurs fonds propres, ont donc été l'une des causes de la plus grave crise financière mondiale depuis celle de 1929.

Il en va de même avec les normes comptables (IFRS) qui servent de bases à l'évaluation des actifs et les passifs. Elles paraissent rationnelles, puisqu'elles font référence à des évaluations objectives, les cours, opposables à tous et non manipulables, du moins sur les grands marchés réputés efficaces. On sait que cette norme d'évaluation a un inconvénient. Elle est procyclique, puisque les valorisations reflètent les fluctuations des marchés de référence. Mais il y a plus grave. Ces fluctuations peuvent être très volatiles et déconnectées de toute réalité économique, d'où une très grande incertitude sur les valorisations. En effet, les marchés de titres, comme tout marché spéculatif, organisé ou de gré à gré, se comportent différemment des marchés de biens ou de services. Sur ces marchés-ci, l'offre et la demande sont corrélées positivement. Lorsque la demande d'un produit ou d'un service augmente, l'offre suit tôt ou tard, car les producteurs augmentent leur production. De même, en cas de baisse de la demande, comme c'est le cas actuellement sur le marché de l'automobile en France, les producteurs s'efforcent de réduire leur production, et donc leur offre. Symétriquement, lorsqu'un producteur introduit un nouveau produit, une tablette informatique ou un iPhone par exemple, il peut induire une demande. Dans tous les cas, les rôles ne sont pas interchangeables. Les producteurs, qui sont des offreurs structurels, ne peuvent pas devenir consommateurs de leur produit, tandis que les consommateurs ne peuvent pas devenir producteurs. C'est l'inverse sur les marchés spéculatifs. Les offreurs et les demandeurs sont parfaitement interchangeables et les coûts de transaction sont les mêmes pour les offreurs et pour les demandeurs. D'ailleurs, il est très fréquent qu'un opérateur change de position plusieurs fois dans une journée quand il n'est pas simultanément offeror et demandeur d'un titre, cas des teneurs de marchés. Mais la principale différence avec les marchés réels se trouve dans le sens de la corrélation entre l'offre et la demande de titres. La plupart du temps elle est faible, voire nulle, car les offreurs et les demandeurs agissent de façon indépendante en fonction de leurs anticipations et de leurs contraintes. En revanche, elle devient négative lors de l'arrivée

d'informations importantes. Ces informations, bonnes ou mauvaises pour le titre concerné, affectent simultanément l'offre et la demande. Un *profit warning*, par exemple, augmente l'offre en décalant la courbe d'offre vers le bas, tandis qu'elle réduit la demande en la décalant également vers le bas, d'où une baisse importante du prix d'équilibre, qui aurait été moins forte si seule la courbe d'offre avait été affectée. De même, en cas d'information positive, par exemple la mise au point d'un nouveau médicament *blockbuster* par un laboratoire pharmaceutique ou une augmentation significative des profits, la demande augmente tout en réduisant l'offre. Les mêmes opérateurs qui avaient l'intention de vendre le titre avant l'arrivée de l'information positive inversent leurs ordres. D'offreurs ils deviennent demandeurs. Selon les pentes des courbes d'offre et de demande, les variations des prix sont plus ou moins fortes, mais elles sont toujours plus fortes que dans le cas où une seule des deux courbes varie. Cette corrélation négative est à l'origine de deux phénomènes statistiques caractéristiques de tous les marchés spéculatifs.

D'une part, les variations quotidiennes et infraquotidiennes présentent des « queues de distribution épaisses », autrement dit présentent un grand nombre de variations extrêmes, comme ce fut le cas le 19 octobre 1987 lorsque l'indice Dow Jones perdit 22,6 % en quelques heures, soit un écart supérieur à 22 écarts types (avant la fermeture anticipée du marché) et comme ce fut encore le cas lors du *flash crash* du 6 mai 2010, quand ce même indice perdit plus de 9 % en quelques minutes, avant de revenir à son niveau antérieur, à la suite d'une erreur de transmission de données qui déclencha une cascade d'ordres de vente et le retrait simultané d'ordres d'achat¹.

D'autre part, l'alternance aléatoire de périodes de faible volatilité et de forte volatilité, qu'en jargon statistique on nomme *volatility clustering*, aussi bien d'un jour à l'autre que d'une minute à l'autre au cours d'une journée, rend très difficile l'évaluation d'une volatilité moyenne. Or, la volatilité d'un cours fait partie intégrante du jugement porté par les gérants de portefeuilles, lequel détermine leurs décisions d'investissement.

1. On remarque que ces fluctuations aberrantes d'un indice de référence comme le Dow Jones ont eu lieu aussi bien avant l'existence des transactions à haute fréquence que depuis leur mise en place au cours des années 2000. La principale différence entre ces deux époques est que les variations se déroulent dorénavant en quelques minutes, voire en quelques secondes, au lieu de quelques heures, *via* un réseau d'ordinateurs pilotés par des logiciels, sans intervention humaine.

Depuis 1973, la création de nombreux marchés dérivés d'actions, de taux, d'indices, de change ou de matières premières, qui peuvent être des marchés d'options, des marchés à terme (*futures*) ou des marchés de *swaps*, permet aux opérateurs de couvrir les risques liés à la très grande volatilité des marchés, tout en autorisant des transactions à effet de levier. Un investisseur, par exemple, peut acheter un titre ou un indice en ne disposant que d'une fraction de la valeur de ses investissements. Il ne devra en régler la totalité qu'à l'échéance du contrat à terme ou à la date d'exercice de son option d'achat. Ces marchés sont aussi des marchés spéculatifs. Notamment, ils permettent la vente à découvert, une pratique d'autant plus courante que les prêts de titres sont facilités par le développement de l'industrie de la conservation. En théorie, ces spéculations ne sont pas graves en soi, puisque les pertes, en cas de spéculation à contresens, sont supportées par les spéculateurs. Quant aux ventes à découvert, elles contribueraient à augmenter la liquidité des marchés¹. En réalité, la multiplication des marchés dérivés de gré à gré et la disparition des transactions à la criée ou sur des *trading floors*, ont engendré un nouveau risque, celui de l'emballement spéculatif ou de fuite en avant. Les récentes révélations de transactions géantes, peut-être frauduleuses, sur les marchés dérivés, ayant échappé à la vigilance des organes de surveillance des banques et ayant entraîné des pertes de plusieurs milliards de dollars (Société générale, UBS, J.P. Morgan) illustrent ce phénomène d'emballement. Il est dû principalement à l'absence de surveillance centralisée et de sanctions en cas de prises de position spéculatives géantes. Ce nouveau risque ne pouvait pas exister sur les anciens marchés organisés. D'une part, les montants des transactions étaient par nature plus faibles, puisque limités à un nombre réduit de *traders* présents sur le *trading floor* ; d'autre part, le nombre de contrats à terme ou d'options était strictement encadré pour chaque catégorie de *traders*. En cas de dépassement au cours d'une séance de cotation,

-
1. Toutefois, la coexistence des marchés dérivés avec les marchés au comptant peut parfois conduire à des scénarios systémiques déstabilisants. Par exemple, en cas de baisse d'un titre ou d'un indice sur le marché au comptant, les détenteurs de *puts* de couverture les exercent. Ils contraignent donc les vendeurs de *puts* à racheter les titres sous-jacents au prix d'exercice, ce qu'ils financent en revendant immédiatement les titres sous-jacents sur le marché au comptant, d'où une baisse des cours susceptible d'entraîner de nouveaux exercices de *puts* à un prix plus bas, etc. Ce scénario a été l'une des causes de la baisse catastrophique de l'indice Dow Jones le 19 octobre 1987. La multiplication des marchés dérivés électroniques et la possibilité de combiner plusieurs stratégies de couverture, de spéculation et d'arbitrage ne permettent pas de garantir l'impossibilité de tels scénarios catastrophes, bien au contraire.

les contrôleurs – au Chicago Board of Trade, ils étaient reconnaissables à la couleur de leur veste – pouvaient exiger des appels de marge et, le cas échéant, pouvaient exclure un *trader* en faute qui avait dépassé l'encours autorisé de contrats, quel que soit leur sens, acheteur ou vendeur (on disait alors qu'il était *posted*). Pour l'heure, dans le réseau mondial des salles de marchés, il n'existe aucun système de surveillance mondiale centralisée, ni *a fortiori* d'instances de discipline. Chaque banque est responsable envers ses actionnaires de la surveillance de ses positions sur les marchés, une situation qui ne peut éviter les conflits d'intérêt et qui surtout laisse la part belle à l'appréciation subjective de ses dirigeants.

L'autre pilier de la gestion des risques, le *credit default swap*, était présenté par ses banquiers promoteurs comme un contrat d'assurance protégeant les détenteurs d'obligations émises par des entreprises ou ceux d'obligations souveraines émises par des États. En quelques années, le volume de CDS émis a crû de façon exponentielle jusqu'à la crise en 2008, qui a vu l'un de ses principaux émetteurs, l'assureur AIG, être incapable d'honorer ses engagements, face aux demandes massives d'indemnisations¹. La réalité est alors apparue au grand jour. Les CDS n'étaient pas de vrais contrats d'assurance, ils n'étaient que des contrats financiers d'un genre particulier.

Plusieurs caractères différencient les CDS des contrats d'assurance proprement dits.

- ▶ L'acheteur de CDS n'est pas nécessairement possesseur des titres assurés.
- ▶ Le vendeur de CDS n'a pas obligatoirement les réserves suffisantes pour faire face aux indemnisations éventuelles et aucun organisme de contrôle ne peut les imposer, contrairement aux compagnies d'assurances surveillées par des instances et des règlements *ad hoc*.
- ▶ Le *pricing* des CDS ne relève pas de la loi des grands nombres, car il n'y a pas de mutualisation des risques, comme dans l'assurance automobile. Les émetteurs de CDS fondent leur *pricing* sur des arbitrages et des opérations de couverture (*hedging*).

Les CDS peuvent faire l'objet de transactions autonomes, indépendamment des titres assurés. Un CDS peut donc être le support d'opérations spéculatives où l'enjeu est la variation du risque de défaut entre l'instant t et l'instant $t + n$. Ainsi, le vendeur de CDS n'a pas nécessairement le même

1. Cette faillite n'a pas été déclarée comme telle, car un plan de sauvetage a été mis en place pour éviter l'effet domino qu'elle aurait provoqué.

intérêt que l'acheteur, contrairement à un contrat d'assurance, où les deux parties ont un intérêt commun : l'accident ne doit pas arriver.

D'autres caractères techniques différencient le CDS d'un contrat d'assurance. Ils reviennent à assimiler un CDS à une option exotique dite « binaire », où le défaut du débiteur déclenche le paiement d'une indemnisation forfaitaire égale au nominal des obligations couvertes en contrepartie de la livraison des titres au vendeur de CDS. Si le défaut se réalise, l'acheteur d'un CDS s'expose donc à être vendeur des obligations, tandis que le vendeur d'un CDS s'expose à être acheteur.

Enfin, l'absence d'instances de contrôle et de chambres de compensation sur le marché des CDS, couplées à une absence de normalisation des contrats, ne permet pas d'évaluer le montant réel des CDS émis. Ils peuvent dépasser le montant nominal des emprunts émis, ce qui fait peser une menace de conflagration en cas de défaut d'un débiteur important, par exemple un État.

La déréglementation initiée il y a plus de quarante ans et poursuivie de façon systématique a eu des effets positifs pour le développement économique. Elle a fait baisser le coût de l'intermédiation financière et créé des emplois dans le secteur bancaire et financier. La crise déclenchée en 2007, qui est loin d'être résolue aujourd'hui, a montré que les disparitions des anciennes contraintes réglementaires et des organes de contrôle dotés de pouvoirs disciplinaires n'ont pas été remplacées par des systèmes adaptés de gestion des risques. Au contraire, la généralisation des opérations de gré à gré, la complexité des titres résultant d'assemblages non normalisés, la multiplication des opérations spéculatives facilitées par la technique informatique ont augmenté le risque systémique. Le retour en arrière vers un monde cloisonné et monopolistique étant inconcevable, il convient d'émettre trois recommandations de base pour que des crises comme celle que nous vivons actuellement ne puissent pas se reproduire, du moins avec la même intensité. La première est de rétablir l'information publique sur chaque marché, ce qui présuppose la mise en place d'un organe centralisateur, une chambre de compensation, par exemple. Cette chambre réduirait également le risque de contrepartie, puisque c'est elle qui assurerait les contreparties tout en gérant les appels de marge. La deuxième est de définir des normes d'assemblage des portefeuilles titrisés, ce qui les rendrait fongibles et limiterait les crises de confiance, comme celle vécue en 2007 et en 2008. Les agences de notation, qui attribuaient des notes à ces portefeuilles, ont montré par leur laxisme que cette tâche n'était pas simple. Ce vaste

chantier reste ouvert, sauront-elles le mener à bien ? Ou bien faudra-t-il créer de nouvelles instances d'évaluation ? La troisième recommandation, enfin, est de rétablir une forme de pouvoir disciplinaire qui ne repose pas sur le bon vouloir des banques ou des intermédiaires financiers. En effet, la tentation de la fuite en avant reste trop forte lorsque des pertes géantes sont possibles. Ce pouvoir disciplinaire aurait un instrument de mesure, l'effet de levier maximum à ne pas dépasser sous peine de sanctions. Bâle II fut conçu avant la crise actuelle, il n'a pas pu l'éviter. Bâle III, qui s'applique à partir de janvier 2013, prévoit déjà plusieurs mesures allant dans le bon sens, comme la limitation de l'effet de levier, mais elles ne traitent pas de tous les aspects spéculatifs des marchés. Faudra-t-il attendre un hypothétique Bâle IV pour que la sécurité d'un système financier déréglementé soit garantie ?

Plus de régulation ou moins de régulateurs ?

JEAN-CLAUDE GRUFFAT

Toute crise financière conduit inévitablement à se poser cette question, et la réponse est toujours plus de régulation pour éviter qu'une répétition de circonstances semblables ne produise les mêmes effets. Alors que les crises sont rarement générées par des conjonctions de causes susceptibles de se répéter de manière identique.

Mais les autorités de contrôle et supervision des secteurs financiers, face à l'opinion, aux politiques et aux médias, n'ont pas le choix, il faut réglementer plus et mieux... Alors même que le secteur bancaire est sans doute un des plus encadrés compte tenu de sa visibilité et de son rôle très important dans l'économie réelle.

La dernière crise, qui est devenue apparente début 2007 avec les défauts sur les crédits *subprimes*, a de nombreuses causes génératrices. L'une est sans doute l'absence d'encadrement professionnel et disciplinaire aux États-Unis des courtiers qui « originaient » ces transactions, y compris de manière frauduleuse pour maximiser leurs revenus sur des crédits hypothécaires consentis à des emprunteurs sans revenus suffisants pour honorer le calendrier de remboursement ni actif immobilier justifiant les sommes empruntées.

Le modèle « *originate, structure and distribute* », en transférant par la titrisation l'intégralité du risque de crédit sur des tiers investisseurs qui eux se reposent sur une notation indépendante, conduit à une érosion des réflexes de prudence, le risque ayant été transféré dans son intégralité...

C'est ce qui s'est passé avec les crédits immobiliers dits *subprimes*. Origination par des courtiers indépendants, cession à des intermédiaires, structuration par des maisons de titres, avec attribution d'une note en fonction de la séniorité de la tranche, puis cession sans recours ni retour... Sauf

peut-être comme on l'a vu par tirage sur les lignes de *back stop*, lorsque le marché alerté par les taux de défaut refuse de renouveler les échéances des papiers commerciaux qui financent les émissions titrisées.

L'opinion veut se rassurer en entendant que les mesures envisagées, plus de capital, une liquidité renforcée, des agences de notation sous tutelle étroite, des opérateurs rémunérés sur le risque effectif, et son comportement dans la durée éviteront la prochaine crise. Mais rien n'est moins sûr.

Notre propos tentera d'établir que la réglementation peut avoir des conséquences non envisagées et conduire à des effets pervers. Mais qu'en revanche une approche plus effective – hélas rarement mise en œuvre – consisterait à améliorer qualitativement la supervision et le contrôle des institutions, tout en réduisant le nombre d'agences qui effectuent ces tâches au niveau local, national ou fédéral, dans le cas particulier des États-Unis.

À ce stade, aucun des modèles mis en place depuis la crise ne s'oriente de manière décisive dans cette voie, on peut et doit le regretter. La réglementation peut avoir des effets inattendus, et *de facto* encourager une détérioration des règles prudentielles que les établissements bien gérés mettent en œuvre en définissant leurs politiques de crédit et de gestion des risques, sous l'œil supposé vigilant des superviseurs bancaires, d'assurances et de marchés.

Il fut durant la période de gestation des règles dites Bâle II (finalement mises en œuvre, sauf aux États-Unis, en janvier 2008), de bonne pratique de critiquer la méthodologie inventée par Peter Cooke, qui exigeait un ratio de capital de 8 % minimum pour couvrir des engagements, avec pondération à 50 % pour le risque immobilier résidentiel, et 0 % pour le *cash* et les risques souverains OCDE.

Cette segmentation primitive pénaliserait les risques de meilleure qualité en ne pondérant pas la charge de capital réglementaire en fonction de la note de crédit que tout établissement doit désormais affecter à ses risques.

Les institutions bancaires dans le cadre de Bâle II pouvaient opter, avec validation par leur superviseur national, pour le maintien du système antérieur, une solution intermédiaire ou une méthode dite « avancée », retenue par les grands établissements pour des raisons de standing et d'image, mais aussi parce qu'elle conduisait à valider leurs modèles internes, et par conséquent à des exigences de capital réglementaire inférieur.

Bénéfice tangible, soit une meilleure utilisation des fonds propres pour plus de générations de revenus, soit une diminution de la couverture des risques par un effet de levier plus élevé à la suite d'un retour d'une part du capital aux actionnaires...

Y a-t-il matière à de nouvelles règles pour tenter d'éviter dans le futur une crise telle que celle de 2007 ? Je suis personnellement loin d'en être certain.

Au plan formel, ce que les Anglo-Saxons qualifient de *moral hazard* est effectivement difficilement justifiable. Les établissements financiers et leurs opérateurs sont gagnants lorsque leur prise de risque génère des profits, mais reportent leurs pertes sur la collectivité dans le cas inverse. Les institutions mal gérées n'auront jamais assez de provisions pour tout type de risque, et de fonds propres pour absorber les pertes qui sortent de l'épure de leurs modèles internes.

L'expérience récente montre d'ailleurs que le risque dit « systémique » n'est pas le défaut, mais la disparition de la liquidité de manière instantanée. Drexel dut se mettre en *Chapter 11* en quelques heures, au début des années 1990 à New York, lorsque ses échéances à vingt-quatre heures de papiers commerciaux finançant ses inventaires d'actifs illiquides n'ont pas été renouvelées, l'accès à la fenêtre de réescompte lui ayant été légitimement refusé par la Réserve fédérale. Cette leçon ne fut pas perdue par le marché, et dès la faillite de Lehman en septembre 2008, Goldman et Morgan Stanley demandaient le statut de *bank holding company* pour acquérir l'égibilité.

Arrêtons-nous sur cet événement qu'il est de bon ton en Europe de présenter comme une erreur majeure des autorités américaines nous ayant conduit au bord de l'abîme. Pour ma part, je considère qu'il est sain de rappeler aux marchés qu'aucune institution n'est à l'abri de la faillite si elle ne peut faire face à ses engagements. Le contre-argument a été pourtant présenté notamment par l'ancien président du FDIC qui assure les dépôts aux États-Unis et gère la mise en liquidation des centaines d'établissements bancaires qui ne peuvent faire face à leurs engagements. Selon Sheila C. Bair, « *several, large, complex US financial companies at the center of the 2008 crisis could not be wound down in an orderly manner when they became non viable* ».

Et de mettre en avant l'inadaptation du code de commerce, la localisation géographique et surtout le risque systémique défini comme un gel des marchés préjudiciable au bon fonctionnement de l'économie. Plus les

coûts directs et indirects de la faillite, estimés dans le cas Lehman, a plus d'un milliard de dollars.

Pourtant force est bien de constater qu'un certain nombre de firmes ont bénéficié du fait de support gouvernemental de diverse nature, garantie d'accès à la fenêtre de réescompte avec des actifs discutables ou injection de fonds propres, d'un avantage concurrentiel qui les conduit à devenir encore plus importants et complexes, et par conséquent encore plus *too big to fail*.

La solution finalement retenue au niveau global, identifier un certain nombre de SIFIs, firmes jugées systématiquement importantes, qui ne pourraient plus être les bénéficiaires d'un *bail out* en cas de difficulté !

Ces SIFIs auront un niveau de fonds propres durs supérieurs à celui requis dans le cadre de Bâle III, ce qui ne me pose pas de problème de principe, mais crée à nouveau des distorsions de concurrence. Et j'ai peine à croire que ce statut des SIFIs mettra fin au TBTF...

En effet, en dehors des traitements plus favorables accordés à des institutions qui ont failli dans la gestion de leurs risques, au détriment de leurs actionnaires, salariés, et clients, le *bail out* est, selon moi, surtout contestable du fait de l'opacité du processus décisionnel.

En d'autres termes, pourquoi le Trésor accepte-t-il 29 milliards d'actifs à haut risque, pour permettre à J.P. Morgan Chase de reprendre Bear Sterns, alors que l'on refuse tout concours public à Lehman ?

On a à juste titre stigmatisé l'absence de transparence dans ces processus, conduits dans le secret et l'urgence, le dimanche après-midi avant l'ouverture de Tokyo et des marchés asiatiques le lundi matin. Les justifications avancées *a posteriori* sont elliptiques, « *systemic risk* », « *failure would cause a contagion* », beaucoup moins précises et détaillées qu'en 1984, lorsque Continental Illinois reçut le support du Trésor pour ses déposants non assurés et créanciers non garantis.

De même des questions largement restées sans réponse furent également posées au moment de la nationalisation d'AIG qui de ce fait fut en mesure d'honorer ses engagements sur plus de 400 milliards de dollars de *credit default swaps*, au bénéfice d'institutions notamment européennes, dont BNPP, Société générale, et de Goldman Sachs.

Personnellement, je soutiens l'exigence de relèvement pour l'industrie bancaire des seuils minimaux de capital réglementaire. Et, par ailleurs, la forme de ce capital devrait être plus pure, c'est-à-dire permanente, subordonnée et sans aucune contrainte de paiement d'intérêt aux détenteurs.

Des fonds propres durs, *tangible common equity*, non pas de la dette subordonnée ou des titres hybrides. En outre, les exigences minimales de capitaux réglementaires devraient être arrêtées en fonction de la pondération des risques, non pas uniquement sur la base de séries statistiques historiques mais principalement avec des scénarios stresses d'anticipation suffisamment corrélés.

L'expérience a prouvé que les calibrages erronés des risques ont conduit en cas de stress à des insuffisances majeures de fonds propres et réserves qu'il est pratiquement impossible de reconstituer en bas de cycle ; sauf *discount* de 50 % et plus, ou recours aux États.

D'où le caractère impératif de réduction de la procyclicité, car en cas de crise les banques réduisent leurs engagements, et arrêtent de prêter, plutôt que de lever des fonds propres additionnels.

Ces exigences sont beaucoup plus des ajustements de règles préexistantes que des mesures nouvelles. Beaucoup procèdent du sens commun et devraient être adoptées au niveau des établissements par décision des conseils.

Quid de mesures initiées largement en marge des G20 ?

On relèvera tout d'abord une convergence insuffisante sur la priorité des agendas, notamment de part et d'autre de l'Atlantique.

La France, très tôt, par la voix de Nicolas Sarkozy, a exigé des mesures contraignantes et restrictives sur les rémunérations des opérateurs de marchés, ceux que l'on qualifie de *material risk takers*, susceptibles de faire perdre des sommes considérables à leurs institutions, précipitant ainsi le déclenchement du TBTF...

Un arrêté applicable aux institutions réglementées en France a été adopté après consultation avec les autorités allemandes et britanniques. Il exige qu'une part substantielle de la rémunération variable soit différée sur un horizon de temps de trois ans minimum, et payée pour partie en actions plutôt qu'en espèces.

Un texte de même esprit a été ensuite adopté au niveau des Vingt-Huit, ratifié par le Parlement européen, et rendu effectif dès le 1^{er} janvier 2011.

Aux États-Unis, même si la Réserve fédérale est désormais investie d'une large mission nouvelle de supervision des rémunérations, les moyens effectifs de contrôle et d'incitation au changement des pratiques demeurent insuffisants sans l'adhésion réelle des administrations et de la direction générale, plus l'activisme des actionnaires institutionnels récemment observé.

Et, pour ma part, j'attends plus des tendances nouvelles d'implication de ces *stockholders*, que d'une bureaucratie rarement à niveau sur ces sujets.

L'effort de l'administration et du Congrès ici aux États-Unis a, du fait des pertes majeures de certaines banques américaines – Citi, Bank of America, Wachovia, J.P. Morgan Chase – et de la mise en œuvre du programme massif de soutien public fédéral, « TARP », privilégié les mesures supposées limiter directement les prises de risque de toute nature.

D'où les initiatives de l'ancien président de la Fed Paul Volcker pour éliminer ou réduire *a minima* le compte propre, le *private equity*, et l'activité de *hedge fund* exercés directement par les firmes et qui mettent en jeu tant leurs fonds propres que les dépôts des tiers supposés isolés et protégés...

Voir la faillite de MF Global, dirigé par l'ancien CoDG de Goldman, puis sénateur du New Jersey Jon Corzine.

Si chacun peut comprendre l'expression en quelques phrases simples de la définition du *prop trading*, par différence avec le *market making*, la rédaction des règles à appliquer a engagé un processus devenu monstrueux et largement bloqué, auprès de multiples itérations qui complexifient plus qu'elles ne clarifient la règle, la rendant *de facto* inapplicable.

À ce stade les calendriers des régulateurs concernés, CFTC, Fed, glissent, mais le principe n'est pas remis en cause.

Il est à craindre toutefois que cette gestation longue et douloureuse ne conduise à un texte inapplicable, ou alors à des distorsions de concurrence au détriment des établissements américains.

Ces itérations, de même que le rapport Vickers au Royaume-Uni et les propositions du candidat Hollande pendant la campagne présidentielle du printemps 2012, procèdent de la même volonté : canaliser les prises de risque excessives avec l'argent des déposants.

Nous ne rouvrirons pas le débat sur un retour au Glass Steagall Act – voir ma contribution sur ce thème sur le site de l'Institut Turgot (*Breaking up the banks, le retour du Glass Steagall Act*, 30 novembre 2009), mais force est de constater qu'une activité sans risque ne peut se concevoir, en tout cas avec un résultat économique positif.

Bâle I, en 1988, considérait le risque souverain AAA comme un non-risque, une telle approche est désormais inconcevable. La vraie réponse est une meilleure quantification des risques, non pas uniquement sur des séries statistiques historiques, insuffisantes, ou sans prise en compte des corrélations.

De ce point de vue Dodd-Frank permet au Trésor américain de collecter des données et de les traiter, une insuffisance qui était apparue au début de la dernière crise. L'information doit être non seulement accessible, mais centralisée à un point unique, eu égard à la balkanisation des supervisions.

Un autre secteur d'activités couvert par Dodd-Frank est celui des dérivés.

Et une initiative du même ordre est en cours au niveau européen avec EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*).

S'il y a eu des échanges sur ces sujets, force est bien de constater qu'il n'y a pas à ce stade de convergence.

Le champ d'application envisagé aux États-Unis est très large, avec le principe du traitement dit « national », opposable aux filiales de maisons étrangères opérant dans le cadre territorial américain.

La plupart des produits seraient couverts, à l'exception notable du change comptant, tous produits *over the counter* – *swaps* de taux, de produits de base, *credit default swaps*, *total return swaps*.

Les entités capitalisées et cantonnées pour effectuer ces transactions n'auront accès ni à la fenêtre de réescompte de la Banque centrale ni aux dépôts assurés par le mécanisme FDIC : elles seront de fait indépendantes des banques.

Et dans un souci louable de transparence et de limitation des risques de contreparties, l'essentiel du *clearing* et de la compensation sera exécuté sur des plates-formes dédiées dites *swap execution facilities*.

En Europe, EMIR n'envisagerait rien de si draconien, si ce n'est pour les seuls *credit default swaps*, enfin seules les entités qualifiées *swap dealers* seraient réglementées en tant qu'entreprises d'investissement, ou institutions de crédit.

Bref, si les problèmes identifiés sont traités de part et d'autre, les solutions ne sont pas convergentes et les priorités ne sont pas les mêmes. Le futur verra sur ces sujets des différences concurrentielles, l'Asie restant à ce stade à l'écart de ces efforts. Et l'Amérique tentant d'imposer ses solutions non seulement aux institutions opérant dans son périmètre, mais également extra-territorialement.

En conclusion sur la réglementation, tout en soulignant l'effort de transparence, la protection du consommateur/investisseur particulier qui a clairement été abusé dans nombre de situations – produits monétaires dynamiques, crédits *subprimes* –, la mise en œuvre de solutions type *resolution* ou *living will* pour éviter ou limiter à tout le moins l'arbitraire du TBTF, et les exigences accrues en termes de liquidité et de réduction des effets de levier, de nombreuses insuffisances ou incohérences doivent être déplorées : *shadow banking*, absence de convergences, abandon au moins temporaire d'une unification des normes comptables entre GAAP et IFRS.

Mais surtout, selon nous, un effort très insuffisant de simplification des organismes de réglementation et de supervision bancaire et financière.

Mon arrivée professionnelle sur le territoire nord-américain remonte à 1987, année de l'adoption au Canada, en juillet, de l'Office of the Superintendent of Financial Institutions Act qui donnait à ce superviseur désormais unique le pouvoir de réguler et contrôler au niveau fédéral l'ensemble du secteur financier, et notamment, banques, assurances et maisons de titres.

Ce n'est sans doute pas uniquement par chance qu'aucune banque canadienne n'a été affectée de manière significative depuis de nombreuses années et en tout cas pendant la dernière crise.

Selon moi, *corporate finance*, une activité qui de plus en plus – et c'est aussi une des causes de la dernière crise – est essentiellement la multiplication des arbitrages comptables, fiscaux souvent et plus généralement réglementaires.

Il y a une dizaine d'années, lorsque Citi était encore dans l'assurance et la gestion, nos activités aux États-Unis, compte tenu du fédéralisme (50 États, et l'assurance est de leur compétence) et de la multiplicité des régulateurs, relevaient de près de 500 organismes de supervision. Ce fractionnement a un coût, non pas uniquement économique, mais aussi opérationnel et en termes d'efficacité. Recoupements, chevauchements, guerre des régulateurs, et aussi zones de non-réglementation, par exemple les courtiers originateurs des *subprimes*. L'exploitation systématique de ces lacunes et insuffisances permet l'élaboration et la diffusion de produits financiers souvent toxiques et économiquement avantageux pour les opérateurs.

De ce point de vue, force est de constater que tant au niveau du G20 que du Forum de stabilité financière, ainsi que dans les textes en cours d'élaboration, ou de mise en œuvre partielle, tels Dodd-Frank, mais également en Europe, on a créé plus d'organismes nouveaux que fusionné des institutions préexistantes.

Le rapport Larosière, s'il ajoute un échelon paneuropéen, maintient le cloisonnement banques, assurances, maisons de titres. De même Dodd-Frank supprime l'OTS – la crise des *savings and loans* remonte à la fin des années 1980 –, mais ne fusionne pas SEC et CFTC, et crée un Consumers Protection Bureau. Nos autorités de place en France ont eu le mérite de regrouper dans l'Autorité de contrôle prudentielle les superviseurs dédiés à l'assurance et à la banque, sous l'autorité de l'ancienne responsable de la Commission bancaire. Un pas dans la bonne direction.

Une des mesures positives mises en œuvre par Dodd-Frank est la création du Financial Stability Oversight Council (FSOC), présidé par le secrétaire au Trésor, avec la participation des agences fédérales ayant juridiction sur le secteur bancaire et financier.

C'est à ce Conseil notamment que reviendra la responsabilité d'arrêter la liste des SIFIs.

Cette classification entraînant de manière discriminante une supervision renforcée par la Fed et le FDIC, une charge additionnelle et non-symbolique de capital réglementaire, et la sujétion à un mécanisme de liquidation ordonné en cas d'incapacité de l'institution de faire face à ses engagements.

En bref, une alternative théorique au *bail out* du TBTF.

La feuille de route est claire et sans ambiguïté : identifier de manière préemptive les risques du système financier et coordonner les actions correctives.

Le rapport Larosière préconise un Conseil investi d'une mission assez semblable dans l'orbite cette fois de la Banque centrale européenne.

Et Mario Draghi, président de la Banque centrale européenne, à l'occasion d'une audition devant le Parlement européen fin mai 2012, a critiqué sans ambages le comportement des régulateurs/superviseurs nationaux, soulignant que leur approche minimaliste les conduit à sous-estimer les besoins de recapitalisations des établissements sous leur tutelle.

Ceci les a amenés à revoir plusieurs fois leur évaluation initiale, à requérir plus de fonds propres, au total les restructurations s'avèrent plus importantes et onéreuses qu'estimées à l'origine.

Les exemples de Dexia et Bankia sont significatifs.

Arrêtons-nous sur le cas de Dexia, intéressant à beaucoup d'égards.

Un groupe multijuridictions de supervision, avec tutelle conjointe de la commission bancaire française et de ses équivalents en Belgique et au Luxembourg, liés par un pacte de contrôle.

Une acquisition dans le rehaussement de crédit aux États-Unis, FSA, activité d'assurance non supervisée par la Fed ou le département bancaire de l'État, en l'occurrence New York.

Pas de supervision non plus par les autorités de tutelle des pays d'origine qui elles se reposent sur le superviseur du pays hôte, dépourvu de compétence de par les règles américaines.

Voilà un exemple concret d'effet néfaste de la balkanisation des supervisions bancaires, à ce jour non corrigé.

Mario Draghi, dans cette intervention devant le Parlement européen, fin mai 2012, s'est prononcé avec clarté et courage pour une union bancaire renforcée, assise sur trois piliers, un fonds des résolutions des défaillances bancaires, une garantie plurinationale des dépôts et une supervision bancaire plus centralisée à un niveau supranational européen.

En conclusion, on relèvera que dans ce domaine, comme dans toute crise où des pertes massives ont affecté durablement les investisseurs, individuels et institutionnels, les politiques ont un besoin pressant de légiférer

pour calmer la vindicte des victimes... Les lobbys tentent de s'y opposer, mais la pression est trop forte et des textes nouveaux sont élaborés dans l'urgence sans attendre une analyse exhaustive et aussi objective que possible de ce qui n'a pas fonctionné.

Aucun effort réel, cette fois encore, n'a été entrepris pour améliorer durablement la supervision du système bancaire et financier par une redéfinition de la cartographie, de la localisation et du rôle des superviseurs.

Il est de bon ton de dire que les banques opèrent et prospèrent dans un monde globalisé. En revanche, le traitement de leurs difficultés, conduisant éventuellement à leur liquidation, est laissé à l'initiative des autorités de place, sans coordination avec leurs équivalents et parfois dans un climat de concurrence.

Nombre de mesures adoptées avec plus ou moins de précipitation se révèlent inutiles ou excessives, conduisant à des résultats néfastes au financement de telle ou telle activité essentielle à une croissance économique, tels les échanges internationaux.

Bâle III a des exigences renforcées de fonds propres réglementaires pour la *trade finance* qui vont rendre cette activité non profitable pour les établissements qui l'exerceront à l'avenir. Dommage collatéral de la crise des *subprimes*. Les banquiers tentent bien d'influencer les débats, mais ils sont inaudibles comme présumés principaux responsables de la crise.

La réforme bancaire et financière demeure à faire, elle devra s'inspirer des travaux notamment conduits au sein du Forum de stabilité financière. Elle devra privilégier l'adoption de normes comptables uniques, sans lesquelles aucune comparaison n'est possible. Les exigences de fonds propres seront ainsi mieux comprises, notamment par les investisseurs qui, à ce stade des processus de réforme, se détournent des valeurs bancaires et financières dont le modèle leur paraît économiquement compromis.

Cette évolution est particulièrement inquiétante dans des zones telles que l'Europe, et dans une moindre mesure l'Asie, où l'économie est encore à plus de 70 % financée par les banques.

Rééquilibrage des flux d'épargne mondiaux et stabilité financière

DENISE FLOUZAT

La recherche d'une relative stabilité du système financier international suscite quelques pistes de réflexion à partir de constatations. En 2009, la demande dans l'économie mondiale a fléchi d'environ 2 500 milliards de dollars. Aucun pays n'a évité la tourmente financière. Or, les déséquilibres qui ont contribué à son apparition continuent de menacer la soutenabilité de la reprise mondiale. Celle-ci restera vulnérable aux risques associés aux déséquilibres tant que ces derniers ne seront pas clairement identifiés et traités à la source. Il est donc fondamental de connaître et de traiter les causes sous-jacentes des déséquilibres en laissant les forces du marché opérer sur de nouvelles bases le rééquilibrage de l'économie mondiale.

IDENTIFICATION DES DÉSÉQUILIBRES MONDIAUX

Pendant la décennie qui a précédé la crise financière, les flux nets de capitaux ont plus que doublé dans le monde. Une telle augmentation peut entraîner une hausse importante de la production mondiale si les investisseurs transfèrent l'épargne des pays où le produit marginal du capital est faible vers ceux où il est élevé. Mais d'autres facteurs ont joué, déterminant des déficits persistants des comptes de paiements courants dans des pays avancés comme les États-Unis alors que les économies des pays émergents, en particulier en Asie et dans les pays producteurs de pétrole, affichent des excédents de leurs transactions courantes, témoignant d'un excédent d'épargne non utilisée localement. Il s'ensuit que des flux massifs d'épargne en provenance des économies émergentes se sont dirigés vers les économies avancées. Tout s'est passé comme si les gouvernements des pays émergents avaient détourné l'épargne de l'économie nationale vers les marchés financiers internationaux, plus particulièrement sous forme d'achats d'actifs financiers sûrs, des actifs souverains. En fait, même si le

niveau d'investissement a été important dans ces pays émergents, celui de l'épargne a été encore plus élevé, stimulé par le modèle d'exportation de produits manufacturés à l'aide de taux de change compétitifs permettant une accumulation des réserves de change. De leur côté, les pays déficitaires ont bénéficié d'entrées nettes de capitaux qui les ont autorisés à financer de nouveaux emprunts afin d'assurer la croissance de leur demande globale accompagnée d'une inflation faible et stable. De surcroît, les ménages américains ont de moins en moins épargné et emprunté davantage dans un contexte d'appréciation de la valeur des biens immobiliers aux États-Unis.

Une sorte d'équilibre mondial s'était ainsi établi : les économies qui épargnaient beaucoup accéléraient leur croissance, celles qui épargnaient peu continuaient à bénéficier d'une augmentation de la consommation réelle grâce à la baisse des prix des produits importés. Au cours des années qui ont précédé la crise financière, l'excédent d'épargne mondiale a été transféré principalement aux États-Unis, contribuant à la baisse du rendement des bons du Trésor américain et d'autres actifs apparemment sûrs, notamment des prêts hypothécaires. Pour attirer des placements à des rendements plus élevés, le secteur financier privé a créé des actifs réputés sûrs grâce à des innovations financières qui, en fait, ont été à l'origine de bulles sur le marché immobilier et sur le marché financier. Ces instruments complexes ont eu recours à l'effet de levier pour générer de meilleurs rendements, mais aussi de plus en plus de risques. L'éclatement de ces bulles a entraîné la crise financière qui a menacé la stabilité du système financier mondial.

Finalement, cette crise est issue d'une double hétérogénéité dans un monde devenu ouvert à la fois par les progrès de la technologie, de la communication et par l'entrée dans la compétition internationale de travailleurs à bas salaires à la suite de la chute des régimes communistes.

- ▶ Hétérogénéité des propensions à l'épargne, comme le montrent les divergences des profils de consommation entre États-Unis et Chine. Dans ce pays, la part de la consommation s'est réduite de 10 % du PIB au cours de la décennie précédant la crise. Il s'ensuit une accumulation d'épargne qui a été recyclée principalement aux États-Unis, où la consommation progressait, laissant une épargne se réduisant.
- ▶ Hétérogénéité des systèmes financiers : le développement financier a été asymétrique entre pays et régions du monde. Le poids des pays émergents dans la production et dans le commerce mondial s'est accru depuis les débuts du millénaire, leur intégration financière a suivi une évolu-

tion comparable : le cumul des capitaux qu'ils ont reçus représente 25 % des capitaux mondiaux tandis qu'ils possèdent environ 25 % des actifs étrangers, mais cette détention s'opère pour une large part sous forme de réserves de change (3,4 trillions pour la Chine). Une grande partie de celles-ci a été transférée aux États-Unis parce que ceux-ci disposaient du seul système financier suffisamment profond pour les absorber et élaborer des produits complexes qui se sont révélés fragiles.

LE RÉÉQUILIBRAGE DES FLUX D'ÉPARGNE

Afin de permettre une reprise soutenable, il est nécessaire de prévoir un rééquilibrage de la demande globale à partir d'un rééquilibrage des flux mondiaux d'épargne. Ce rééquilibrage mondial est souhaité par la plupart des pays, mais son processus risque d'être progressif, donc long. Une réflexion collective est à mener sur ce point, la diffusion de la crise à partir des États-Unis sur le reste du monde ayant montré l'interaction entre les systèmes financiers nationaux de même qu'entre système financier et économie réelle. La crise financière américaine est devenue internationale et a ouvert une crise réelle mondiale. Dès septembre 2009, le G20 est devenu le forum naturel pour dessiner le « cadre pour une croissance forte, durable et équilibrée », l'évaluation de la cohérence des politiques nationales en vue de maintenir la demande à un niveau élevé étant poursuivie par le *Mutual Assessment Process*, MAP. Dans le cadre de cette réflexion collective sur la croissance s'inscrivent trois pistes à privilégier pour obtenir un rééquilibrage de la demande globale à partir d'un rééquilibrage des flux mondiaux d'épargne. Ce rééquilibrage demande l'ajustement des variables consommation-épargne à la fois par les pays excédentaires et les pays déficitaires, ce qui limiterait le volume des transferts d'épargne. Comme il n'est ni réaliste ni souhaitable que cet ajustement soit total, il est nécessaire de veiller à la résilience du système financier qui assurera les transferts et l'utilisation des flux d'épargne. Se trouve ainsi posée la question du caractère optimal de l'accumulation des réserves de change des pays émergents.

Les ajustements consommation-épargne

Dans les pays en excédent, l'ajustement exigerait une réduction du taux d'épargne grâce à l'extension du filet de protection sociale réduisant le besoin d'épargne de précaution des ménages tandis qu'un meilleur accès au crédit et aux marchés financiers limiterait le besoin d'épargne des

entreprises pour assurer leur financement. La Chine offre l'exemple de la nécessité de développer un système d'assurance maladie et de retraite ainsi qu'une amélioration du système financier permettant de diminuer le taux d'autofinancement des entreprises, c'est-à-dire leur épargne. Conscients de la nécessité d'une évolution du modèle de croissance adopté jusque-là, les pouvoirs publics se donnent depuis 2006 comme objectif de leurs plans « une société plus harmonieuse ». Or, il s'agit de changements structurels impliquant non seulement les politiques, mais l'adhésion des populations, donc une évolution culturelle. Les ajustements prendront du temps comme le montrent, par exemple, les difficultés rencontrées par les PME chinoises qui cherchent à se financer auprès de « l'épargne grise » à taux souvent usuraires, faute de pouvoir recourir à un financement bancaire ou de marché. S'agissant des pays avancés, les ajustements en faveur d'une plus forte propension à l'épargne seront plus rapides. Pour l'épargne privée, le sentiment d'insécurité économique devrait déterminer son accroissement chez les ménages comme il apparaît déjà aux États-Unis. La nécessité d'endiguer la dette publique conduit en Europe, aux États-Unis et au Japon à mettre en œuvre des procédures d'assainissement budgétaire.

Si la vitesse des trajectoires d'ajustement était différente entre pays émergents et pays avancés, les exportations des émergents risqueraient de trouver moins de débouchés dans les pays développés. L'ajustement macroéconomique qui s'ensuivrait s'opérerait à partir d'une réduction de la production assurant finalement l'équilibre global, mais à un niveau d'emploi et de revenu affaibli. Si l'on veut éviter une crise mondiale, il serait nécessaire qu'aux programmes de réduction de la dépense publique (traité européen, traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance, TSCG, signé le 2 mars 2012 instituant une règle d'or) et plans de constriction budgétaires anglo-saxons, se développent aussi de manière symétrique et simultanée des réformes structurelles et une plus grande flexibilité du taux de change afin de stimuler la demande dans les pays en excédent. Une évolution des modèles de croissance fondée sur l'exportation paraît donc nécessaire¹, alors que, dans les pays déficitaires, des politiques axées sur l'offre et des réformes structurelles doivent renforcer la croissance potentielle.

1. Une évolution du modèle se dessine en Chine (croissance harmonieuse) et en Allemagne (hausse des salaires).

Résilience des systèmes financiers : politiques macroprudentielles et régulation

Les politiques macroprudentielles dans les pays avancés doivent prévenir les excès comme les insuffisances de crédit tout en renforçant la régulation du secteur financier. C'est l'objectif du Conseil de stabilité financière fondé par le G20 le 2 avril 2009, devenu l'observatoire mondial permettant de signaler les perturbations du crédit dans un pays. L'évaluation des vulnérabilités financières a été confiée au *Financial Stability Oversight Council* (FSOC) aux États-Unis et au Comité européen du risque systémique (CERS) depuis 2010. L'existence de ce dernier comité, au début des années 2000, aurait permis de signaler, par exemple, la dérive immobilière de l'Espagne ou de s'insurger contre le non-respect par la France et l'Allemagne des règles budgétaires du Pacte de stabilité. Mais il s'agit pour ces deux organismes de créations récentes, issues de la crise financière, de type consultatif¹.

L'approche macroprudentielle en vue de maintenir la stabilité financière se distingue de l'évaluation des risques de manière microprudentielle opérée jusqu'à la crise actuelle. Le recours à la surveillance macroprudentielle vise à limiter le risque d'épisodes de crise financière affectant l'ensemble du système, épisodes qui ont un coût macroéconomique. La veille microprudentielle se limite à surveiller le risque de défaillance au niveau des établissements indépendamment de toute incidence sur le système. L'approche macroprudentielle permet une analyse du risque agrégé en tant que dépendant du comportement collectif des institutions. Il est endogène au système, puisque, ensemble, les institutions financières peuvent influencer sur le prix des actifs financiers, sur les quantités empruntées ou prêtées et donc sur l'économie elle-même, tout en subissant en retour des effets sur leur propre solidité. La perspective microprudentielle estime que le risque est exogène ; les modèles de risque internes considèrent comme des données la fourchette de variation possible du prix des actifs ainsi que les variables macroéconomiques sur lesquelles, individuellement, elles n'ont aucune prise.

L'analyse macroprudentielle soulève de nombreux défis, car les modèles souvent utilisés sont fondés sur une forte convergence vers l'équilibre, l'efficacité des marchés et la rationalité des agents. Des travaux importants

1. D'où la réflexion sur une union bancaire européenne visant à la supervision, à l'organisation de la résolution des crises bancaires et de la garantie des dépôts.

sont menés pour prendre en compte l'imperfection de l'information et les facteurs psychologiques – les esprits animaux – notamment à travers la finance comportementale.

De nouveaux outils permettent une certaine anticipation des risques de crise financière, sa prévention ou son traitement. C'est ainsi qu'à partir d'un échantillon de 36 pays, un modèle élaboré par le FMI montre qu'un ratio crédit/PIB augmentant de plus de 5 points de pair avec un accroissement du cours des actions d'au moins 15 % peut prévoir, avec une probabilité de 20 %, une crise financière dans les deux ans.

La crise a suscité de nouvelles normes qui prévoient des mesures de régulation au niveau microprudentiel, mais elles ont intégré aussi des éléments macroprudentiels. Ces mesures doivent permettre de faire face aux carences manifestées pendant la crise, à savoir l'insuffisance quantitative et qualitative de fonds propres des institutions financières ainsi que la sous-estimation du risque de liquidité et le danger d'une dette et d'un levier d'endettement excessifs. Selon les nouvelles normes, sont prévus dans les ratios de solvabilité des volants contra-cycliques prenant en compte l'environnement macrofinancier comme l'expansion excessive du crédit. Dans les marchés hypothécaires, les ratios rapportant le montant du prêt accordé à la valeur du bien acquis (*loan-to-value*) sont utiles. Les régulateurs se sont inquiétés aussi des interconnexions entre institutions financières d'importance systémique (*systematically important financial institutions*) ; ils ont visé 26 établissements dans le monde dont la taille pouvait conduire à des externalités importantes et ont surchargé leur ratio de solvabilité. Les régulateurs élaborent aussi une défense contre les situations de stress en exigeant la constitution de liquidités permettant de faire face même à des risques extrêmes.

Les instruments macroprudentiels affecteront des variables du domaine des politiques monétaires comme l'offre de crédit ou les taux appliqués aux prêts. L'interaction entre instruments monétaires et macroprudentiels est évidente. La banque centrale se trouvant nécessairement impliquée se pose le problème de son rôle. Doit-elle continuer à n'avoir pour objectif que la stabilité monétaire au sens de veille, évitant l'inflation des prix des biens et services, ou doit-elle avoir aussi un objectif de stabilité financière et agir de façon à prévoir et limiter l'inflation des prix d'actifs¹ ?

1. D. Flouzat : « Le nouvel âge des banques centrales ? », *L'Année des professions financières 2011*, Centre des professions financières ; « Les Banques centrales jouent-elles un nouveau rôle ? », *Sociétal* n° 76.

Par ailleurs, la politique macroprudentielle des pays avancés devrait tenir compte des marchés émergents. En effet, les économies des pays émergents qui ont opté pour un régime de flottement des changes pâtissent des efforts d'autres pays pour maintenir leur taux de change à un bas niveau. Ils se trouvent confrontés à une avalanche d'entrées de capitaux potentiellement volatils, à une appréciation du taux de change et à une détérioration de leur compte de transactions courantes. Dans ces conditions, il ne faut pas s'étonner de mesures nationales visant à stabiliser les entrées de capitaux de *hot money*, générateurs de tensions inflationnistes internes et contribuant à la formation de nouvelles bulles. Le *quantitative easing* QE 2 de la Fed a été ainsi dénoncé comme fournisseur de capitaux non désirés dans certains pays émergents et initiateur de la baisse du dollar. C'est ainsi que le ministre des Finances du Brésil Guido Mantega a pu parler de « guerre des monnaies » en 2010 et même, début 2012, de risque de « tsunami monétaire ». Face au regain d'inflation, le taux directeur de la Banque centrale brésilienne, le Selic, a été relevé à 12,5 %¹. Pour freiner l'entrée de capitaux à court terme, une taxation des entrées de capitaux au titre des placements obligataires a été décidée, puis accrue de 2 à 6 %. En Indonésie, une mesure prudentielle, la *minimum on-month SBI holding*, entrée en vigueur le 7 juillet 2010, a pour objectif d'empêcher des entrées et des sorties massives de capitaux, tout acquéreur de certificats de la Banque d'Indonésie devant les conserver pendant une période minimale d'un mois. Plusieurs autres économies émergentes ont également instauré une certaine forme de contrôle des capitaux. On peut admettre que pour un pays donné le contrôle des mouvements de capitaux soit susceptible de réduire la pression sur son compte de capital, pouvant prévenir la formation de nouvelles bulles d'actifs, voire réduire la volatilité de son taux de change. Mais pour l'ensemble du système international, ces politiques peuvent entraîner des effets négatifs transférant cette pression sur d'autres pays, risquant d'accentuer ainsi la volatilité des taux de change. Le Conseil de stabilité financière du G20 pourrait définir les circonstances, les modalités et les conditions d'un recours obligatoirement temporaire aux contrôles des mouvements de capitaux.

La politique macroprudentielle doit s'accompagner d'une amélioration de la régulation financière afin de prévenir une nouvelle crise financière. Nombre de réformes sont déjà en cours depuis la fin 2008 comme, entre autres, l'élévation du ratio de solvabilité à 9 % au 1^{er} janvier 2012, avec

1. Devant le ralentissement de l'économie, trois baisses du taux directeur ont été décidées, le ramenant, le 30 juin 2012, à 8,50 %.

une surcharge à prévoir pour les banques considérées comme systémiques (SIFIs) ainsi que l'élaboration de ratios de liquidité. Encore faut-il qu'il y ait convergence entre pays avancés eux-mêmes (Europe continentale, pays anglo-saxons) ainsi qu'entre émergents et avancés sur l'application de ces règles. Ils sont tous membres du Conseil de stabilité financière et du Comité de Bâle. Validées lors du G20 à Séoul, ces règles doivent être transposées dans le droit national et appliquées dans les délais fixés. La mise en œuvre de Bâle III par tous les pays de façon synchronisée constituerait une nouvelle avancée du système financier mondial vers un cadre homogène à l'échelle internationale, tout en se souvenant qu'il exige pour être efficace la mise en place de superviseurs suffisamment nombreux (c'est l'objet de l'Union bancaire dans la zone euro) et aussi qu'il peut être contourné *via* le système financier parallèle (*shadow banking system*). C'est pourquoi, lors de la réunion des ministres des Finances et gouverneurs de banques centrales du G20 à Mexico les 25 et 26 février 2012, il a été affirmé non seulement la volonté de suivre l'agenda de régulation financière « dans toutes les juridictions », mais aussi de renforcer la surveillance du système bancaire parallèle.

La gestion des réserves de change des pays émergents

L'accumulation de ces réserves par les pays émergents résulte des excédents et d'un certain niveau d'intervention des changes, dominé par leur désir de disposer d'une épargne de précaution. La crise asiatique de 1997-1998 leur a montré les risques liés à la volatilité des capitaux étrangers placés dans leurs économies. Le développement économique des émergents s'est accompagné, au cours de la dernière décennie, d'une augmentation de leur capacité d'investissement à l'extérieur tout en manifestant une préférence pour conserver leurs avoirs sous une forme très liquide, conduisant à l'accumulation des réserves de change dont la progression a été supérieure à celle des avoirs hors réserves. Les pays qui décident d'ouvrir leur compte de capital doivent être suffisamment protégés contre les chocs financiers externes sinon ils continueront à accumuler des réserves de précaution contre d'éventuelles sorties de capitaux, sous forme de réserves de change qui constituaient, en 2011, 51 % de leurs avoirs extérieurs contre 8,5 % dans les pays avancés. Cette accumulation de réserves a des effets sur les politiques macroéconomiques internes et des retombées sur les autres pays. Le risque d'inflation interne est combattu par la stérilisation de l'entrée de capitaux, le risque de change par la gestion du taux de change pouvant amener à la fermeture du compte de capital.

La stabilisation des réserves de change comporterait de nombreux avantages tant au plan national qu'au plan international. Cette stabilisation pourrait être obtenue par la mise en place de mécanismes crédibles permettant l'apport de liquidités officielles sur une base multilatérale. Des travaux sur les filets de sécurité financière au plan international sont devenus une priorité du G20 visant à améliorer la gamme des instruments afin d'amortir les pénuries de liquidités ou les interruptions brutales d'entrées de capitaux. De nouvelles facilités et une nouvelle allocation de droits de tirage spéciaux de 250 milliards de dollars ont été créées au FMI afin de trouver de nouvelles sources de liquidité internationale qui puissent se substituer aux réserves.

La déconnexion des réserves de change d'une gestion sécuritaire des mouvements de capitaux permettrait aux pays émergents d'optimiser leur épargne en la consacrant davantage à des investissements actifs – *via* notamment des fonds souverains – et moins à une accumulation de titres de dette des pays avancés qui ne présentent parfois même plus l'avantage de la sécurité.

La prédominance des pays avancés comme récipiendaires des investissements de portefeuille des pays émergents provient aussi du développement insuffisant des marchés financiers régionaux. La modernisation des systèmes financiers et le développement des investisseurs institutionnels (fonds de pension, fonds d'investissement, fonds d'assurance) devraient permettre, en Asie notamment, la régionalisation de la gestion de l'épargne asiatique. Une meilleure intégration régionale des flux d'épargne leur permettrait ainsi de faire l'objet d'une intermédiation au niveau local au lieu de transiter par les systèmes financiers des pays avancés où ils peuvent contribuer à la formation de bulles.

Plusieurs voies doivent ainsi converger pour assurer le rééquilibrage des flux d'épargne ; elles exigent une cohérence des efforts au plan mondial entre pays, zones, ainsi qu'entre systèmes financiers et politiques monétaires économiques sous l'égide de la gouvernance des institutions financières internationales et des grandes banques centrales. Au G20, au FMI de définir et d'obtenir un accord sur la vitesse appropriée de l'ajustement consommation (dépense)/épargne, d'établir un code de bonne conduite prudentiel des flux de capitaux et de fournir les liquidités à l'échelle mondiale au travers des facilités de financement, les banques centrales jouant un rôle actif dans la recherche de la stabilité financière.

Barack Obama et la réforme de Wall Street : la loi Dodd-Frank a-t-elle remis la finance sous contrôle ?

JACQUES MISTRAL

L'histoire économique de l'Amérique a pu en résumé être qualifiée de croissance spéculative. On observe depuis le XIX^e siècle une succession d'épisodes marqués à la fois par une croissance vigoureuse et par une revalorisation accélérée des prix d'actifs. Comme l'ont montré Ricardo Caballero et Emmanuel Farhi, le ressort en est le bas coût du capital qu'autorise la forte valuation des actifs et cette dynamique est soutenable tant que la croissance assure la disponibilité de ressources financières adéquates. Les deux dernières décennies n'ont à cet égard rien de bien original. Créatrices de richesses pendant l'euphorie, ces bulles finissent par exploser, avec des conséquences plus ou moins sévères. Mais, cela ne porte de toute façon pas condamnation du système. Comme le résume si bien le titre de l'ouvrage de Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff, *cette fois, c'est différent*, pense-t-on pendant la hausse ! Et lorsque la bulle explose, il n'y a guère de regret, c'est le prix à payer pour entretenir l'exceptionnel dynamisme de cette économie. L'Amérique n'a pas peur de la vitesse, c'est ce que l'on a constaté une fois de plus au début du XXI^e siècle... avant que la finance américaine ne provoque, cette fois, la crise la plus grave depuis les années 1930.

Le quasi-effondrement du système financier à l'automne 2008 a placé Washington devant des choix drastiques. Après bien des tergiversations, le sauvetage des banques était finalement assuré au printemps 2009 par l'opération *stress tests* et les recapitalisations. Mais le sauvetage sur fonds publics des plus grandes institutions financières et la crise du crédit qui s'ensuit ont ravivé, comme après la grande dépression, l'opposition latente entre Main Street et Wall Street. L'idéologie de la régulation ultralégère des marchés financiers, en vigueur pendant des années, en a été sérieusement ébranlée. La révolte des contribuables atterrés poussait Washington à repenser la

réglementation de l'industrie financière. Dénonçant l'impéritie des interventions gouvernementales, l'industrie financière a de son côté immédiatement organisé la résistance, profité d'un retour rapide à meilleure fortune et repoussé les principales menaces qui auraient pu menacer la poursuite de ses activités lucratives et risquées. Les profits et les rémunérations extravagantes sont de retour ; au printemps 2012, la crise semblait appartenir au passé. La perte de 2 milliards de dollars annoncée par J.P. Morgan début mai a, dans ce contexte, ravivé de sinistres souvenirs. Malgré la loi Dodd-Frank, la finance américaine échappe-t-elle à nouveau à tout contrôle ?

LA RÉFORME DE WALL STREET, UN DES DEUX GRANDS CHANTIERS LÉGISLATIFS DE BARACK OBAMA

La réforme a commencé avec la publication dès le printemps 2009 du rapport du groupe de travail présidé par le secrétaire au Trésor Tim Geithner. Mais ce n'était que le début d'un processus politique qui allait se révéler particulièrement tortueux. Le Congrès a été agité pendant des mois par la préparation chaotique de la loi sur la santé qui n'a débouché qu'en février 2010 dans un climat politique détestable. Dans la foulée, Barack Obama donnait un coup d'accélérateur à la réforme financière en prononçant un discours combatif à Wall Street même. L'affaiblissement de la majorité démocrate au Sénat à la suite de la disparition de Ted Kennedy, remplacé par un élu républicain, puis par celle du sénateur Robert Byrd a fait monter la tension du fait de la menace de blocage des débats (*filibustering*). D'intenses marchandages ont été nécessaires pour obtenir le soutien de trois élus républicains modérés. La signature de la loi Dodd-Frank s'est finalement déroulée le 21 juillet 2010.

La loi Dodd-Frank – de son vrai nom *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* – a étendu la réglementation des activités financières au-delà de ses limites traditionnelles. Elle encadre les activités de marché à haut risque et impose de nouvelles règles aux échanges de produits dérivés qui devront pour une part substantielle se dérouler sur des marchés organisés. Elle inclut une version atténuée de la règle dite *Volcker Rule* disposant que les activités de marché pour compte propre seraient prohibées pour les banques couvertes par le mécanisme fédéral d'assurance des dépôts. La loi aborde la question des institutions financières *too big to fail* ou systématiquement importantes (SIFIs) en autorisant les régulateurs à imposer des restrictions supplémentaires à l'activité de ces sociétés, elle

crée une procédure pour organiser la liquidation éventuelle d'institutions en faillite sans coût pour le contribuable. La loi tente de mettre un terme aux pratiques de crédit abusives et crée un nouveau régulateur (abrité par la Fed) chargé de la protection des consommateurs dans le domaine financier. Toute l'activité du crédit au logement connaîtra de profondes transformations. Chacun de ces thèmes a donné lieu à d'intenses tractations, particulièrement vives à propos des responsabilités de la Fed ; l'intention initiale du président était de renforcer ses pouvoirs au sommet de l'édifice complexe des régulateurs du système financier ; mais pour en arriver là, il a fallu mener une lutte active contre les accusations de myopie et d'incompétence largement répandues après le désastre financier (et pas seulement chez les libertariens comme Ron Paul, qui veut tout simplement supprimer la Fed). La loi crée enfin un nouveau Conseil de supervision financière (le *Financial Stability Oversight Board*) présidé par le secrétaire au Trésor qui a pour mission de coordonner la détection et le suivi des risques portés par le système financier dans son ensemble.

UN MONUMENT LÉGISLATIF, UN CHANTIER TOUJOURS OUVERT

La loi Dodd-Frank a entrepris ce qui n'a jamais été fait dans l'histoire financière des États-Unis, une réforme simultanée de l'ensemble des dispositifs de régulation et de supervision qui historiquement avaient toujours été organisés pour des sous-ensembles de l'industrie, des marchés ou des produits. Cette approche reflète le diagnostic porté sur la présente crise, une catastrophe qui ne renvoie pas à une cause isolée, bien circonscrite, qu'il aurait été possible de traiter séparément ; il y a un accord assez large pour y voir plutôt une crise provoquée par un ensemble complexe d'interférences qu'il fallait aborder simultanément si l'on voulait éviter sa répétition. La loi constitue finalement un monument législatif de près de mille pages.

Malgré cela, beaucoup restait à faire après le vote. Fréquemment, en effet, la loi énonce des principes dont elle confie la traduction concrète à des travaux ultérieurs menés par les différentes agences, la Fed, la SEC, la CFTC, le Bureau de protection des consommateurs, etc. L'élaboration de ces textes d'application, la partie du processus que l'on qualifierait en France de réglementaire, a fait rebondir tous les débats que l'on croyait tranchés par la loi. La loi Sarbanes-Oxley, il y a quelques années, avait déjà été élaborée de manière un peu chaotique, dans l'urgence, elle a été vivement critiquée *a posteriori* pour sa mauvaise qualité juridique et pour son coût.

On y avait vu à l'œuvre le génie bureaucratique très particulier qui préside au fonctionnement des institutions publiques à Washington, surtout lorsqu'elles agissent dans un climat de forte tension politique. Les choses sont bien pires aujourd'hui. Ces dysfonctionnements traditionnels de la machine politico-administrative ont en effet été renforcés par la victoire républicaine aux élections de mi-mandat en novembre 2010, aboutissant dans les faits à un processus à double commande : il y a la loi, élaborée par la majorité démocrate, et sa mise en œuvre qui est passée dans les mains adverses. Maîtres de la Chambre des représentants, et présidant ses comités spécialisés, les républicains se sont immédiatement appliqués à dévier l'orientation des travaux en cours. Les comités du Congrès supervisent directement le travail des agences dont l'indépendance est limitée par le fait que leur budget est précisément dans la main de ces comités qui n'hésitent pas à utiliser « le pouvoir de la Bourse » pour peser sur leur travail, le ralentissant ici en remettant en cause les financements nécessaires, infléchissant ailleurs le contenu des règles, etc. Au total, fin 2011, seule une fraction des 400 textes d'application attendus avait été publiée, un quart étaient dans un état de rédaction bien avancé. Bien des activités restent ainsi placées dans un contexte de grande incertitude sur les règles du jeu à venir. La mise en œuvre de la loi Dodd-Frank est devenue à elle seule une véritable industrie où prospèrent juristes, lobbyistes, experts, politiciens, etc. ; les coûts administratifs liés à sa mise en œuvre sont actuellement évalués à 1,2 milliard de dollars et pourraient, selon le GAO, atteindre 2,9 milliards au bout de cinq ans, les dépenses de *lobbying* engagées par Wall Street se montent déjà de leur côté à 1,4 milliard. À défaut de pouvoir donner une description détaillée de ce processus (voir les références bibliographiques), la liste ci-après donne une idée des travaux en cours : la question des banques *too big to fail* (les fameuses *systematically important financial institutions*, ou SIFIs), la règle Volcker organisant la régulation des dérivés, le financement du logement, avec la délicate question de Fannie Mae et Freddie Mac, la mise en place du très contesté Bureau de protection des consommateurs, la supervision des activités de *hedge funds* et *private equity*, la création d'un super-régulateur fédéral pour l'assurance (traditionnellement supervisé au niveau des États), les agences de *rating*, les rémunérations dans l'industrie bancaire, l'organisation du *whistleblowing* (assurant la protection de ceux qui révèlent aux autorités des informations sur des activités litigieuses), la réglementation pour la première fois des *brokers-dealers* avec l'introduction (encore hypothétique) d'un devoir fiduciaire à l'égard des clients, la disparition de l'*Office*

of Thrift Supervision et la transition de ses activités vers le *Comptroller of the Currency* et enfin les particularités du traitement à appliquer aux banques étrangères. Est-il possible de faire déjà un bilan ?

PRUDENCE OU FRILOSITÉ VIS-À-VIS DE WALL STREET ?

Deux observateurs chevronnés de la scène politique washingtonienne, Ron Suskind et Noam Scheiber, ont mené une enquête sur le processus de décision en matière financière pendant les deux premières années de la présidence. Avant même que ne se lèvent les protestations de *Occupy Wall Street*, ces deux auteurs regrettaient que Barack Obama n'ait pas plus agressivement combattu la crise financière léguée par les politiques de l'administration Bush et se soit finalement montré trop frileux vis-à-vis de Wall Street. Leur description dévoile la façon dont la Maison-Blanche a fait face à une incroyable accumulation de défis et agi pour éviter le rebondissement des risques dont la faillite de Lehman Brothers a montré le danger. Il est aisé de critiquer les options proposées par Larry Summers et Tim Geithner, le secrétaire au Trésor, au motif qu'il s'agit là de responsables ayant clairement contribué aux côtés de Bill Clinton à la mise en place des politiques de dérégulation. L'intervention directe de Summers dans la dérégulation des marchés de dérivés, écartant les propositions plus prudentes de la responsable de l'autorité de tutelle de l'époque, est par exemple clairement mise en lumière dans le film *Inside Job*. Le rôle de Geithner avait été plus ambigu ; responsable de la Fed de New York pendant les années qui ont précédé la crise, il a, peut-être trop tardivement, été dans le camp de ceux qui cherchaient à refroidir la machine. Et le président Obama lui a par la suite accordé toute sa confiance puisque après l'avoir nommé en 2009, il l'a retenu auprès de lui dix-huit mois plus tard, au moment où des critiques nombreuses poussaient le secrétaire au Trésor vers la sortie. Mais le fait est que, pendant toute cette période, Geithner apparaît en quelque sorte obsédé par le souci de ne rien faire qui puisse déstabiliser les marchés et les banques et repousser l'économie vers l'abîme comme cela avait été le cas en septembre 2008. L'histoire dira si Geithner a su faire preuve du doigté qui a permis à la finance et à l'économie américaine de faire en 2012 bien meilleure figure que l'économie européenne ; ou si, au contraire, il a baissé les bras devant la nécessité de remettre au pas, beaucoup plus énergiquement, une industrie financière qui n'avait aucune envie de tirer elle-même les leçons des risques qu'elle avait fait courir au pays et au monde.

Quatre ans après la crise, en tout cas, celle-ci devenait pour Wall Street une affaire du passé : cela se voit dans les résultats, dans les bonus et dans un lobbyisme à nouveau agressif. Un bon révélateur en est le dénouement de la procédure sur le règlement du contentieux lié à la pratique des *foreclosures*. Il ne faut pas oublier, au milieu de la tourmente grecque qui fait chaque jour la une de la presse financière, que le désastre a commencé avec les errements du financement du logement aux États-Unis. Compte tenu de l'ampleur des responsabilités des banques dans cette déroute, qu'il s'agisse de légèreté ou de fraude, et dans le contexte procédurier et légaliste des États-Unis, l'industrie pouvait craindre le pire ; et elle n'a pas ménagé ses efforts pour faire pencher les décisions du côté de la stabilité financière. Le règlement du contentieux s'est fait sur la base d'un engagement par les banques de fournir 26 milliards pour aider les emprunteurs en difficulté ; elles obtiennent en contrepartie une immunité au regard des fautes et dommages commis dans la gestion des dossiers de prêts depuis 2007. Les poursuites civiles qui auraient pu être engagées sur ces bases concernent 4 millions de propriétaires qui ont perdu leur maison et plus de 11 millions qui sont encore *underwater* (c'est-à-dire que la valeur de leur bien est inférieure à leur dette et cela pour un montant atteignant selon certaines estimations 700 milliards de dollars). Lorsque l'on examine dans le détail ce règlement, il apparaît qu'il s'agit là bien plus de nettoyer les bilans bancaires plutôt que d'aider les familles en difficulté. Inutile de dire que cette conclusion, dans un contexte où il n'est question que de la relative inefficacité du programme fédéral d'aide aux ménages surendettés, a relancé la polémique sur les objectifs politiques réellement poursuivis par l'administration (le *Home Affordable Modification Program* initialement adopté pour aider 3 à 4 millions de foyers n'en a en réalité touché que 750 000).

J.P. MORGAN, L'HISTOIRE SE RÉPÈTE-T-ELLE ?

Le combat sans doute le plus acharné mené par Wall Street depuis l'adoption de la loi Dodd-Frank a consisté à éviscérer la règle Volcker de toute formulation qui pourrait restreindre la liberté d'action des banques. Dans l'esprit du législateur, la règle avait pour but d'empêcher les banques de se livrer aux activités risquées à l'origine de la catastrophe ; mais on sait aussi, depuis le débat législatif, la difficulté de traduire cette intention en une formulation précise et contraignante. Fin 2011, les régulateurs ont publié une proposition rédigée de manière ambiguë, qui constituait une traduction très adoucie de la loi. Cette proposition, comme la loi le demande, interdit

les activités de marché pour compte propre (*proprietary trading*) ; mais, la loi demande aussi aux régulateurs d'autoriser les activités de marché dans le but de faciliter les transactions de leurs clients (*market making*). La proposition de règle rappelle clairement la philosophie antérieure à la crise, celle qui penche du côté d'une réglementation souple, conformément aux attentes de la profession, qui avaient par exemple été constamment mises en avant par le patron de J.P. Morgan Jamie Dimon. La réaction ne s'est pas fait attendre : les protestations contre cette version lénifiante sont de retour ; des formulations alternatives ont circulé, invitant à durcir la rédaction, en limitant par exemple plus explicitement la capacité des banques à accumuler des actifs complexes et risqués pour les revendre ultérieurement à un meilleur prix ou à limiter la rémunération des banques dans ces opérations à des commissions et non à des plus-values. Mais le *lobby* était sûr de son coup, les chances de voir aboutir ces idées étaient faibles malgré les appels réitérés de Paul Volcker. Jamie Dimon s'en était d'ailleurs moqué avec superbe en déclarant que Paul Volcker « [lui avait] avoué qu'il ne comprenait pas les marchés financiers et qu'il en avait en effet donné la démonstration ». Cet échange mérite l'attention, car quelques semaines plus tard c'est Jamie Dimon, dont la crédibilité était jusque-là restée sans tache, qui allait se trouver sur la sellette.

Début mai 2012, JP Morgan annonçait piteusement une perte de 2 milliards de dollars localisée dans les activités de la direction financière de la banque (*the chief investment office*). Soudainement, tout ce que la crise financière avait mis au jour et que Wall Street cherchait à faire oublier depuis quelques années se trouvait à nouveau étalé dans la presse financière ! À l'origine de cette perte se trouve un trader londonien, Bruno Iksil surnommé « la baleine » ; celui-ci avait déjà retenu l'attention par l'ampleur de ses activités, il avait déjà été critiqué pour ses tentatives de distordre le fonctionnement régulier du marché ; cette fois, il était pris en flagrant délit pour avoir tenté de cornériser un compartiment particulier du marché de dérivés (un marché portant sur un indice synthétique de 125 crédits *corporate* nord-américains). La nature précise des opérations n'est pas connue ; certains supposent qu'elles étaient structurées pour être profitables dans l'hypothèse où les crédits sous-jacents se détérioreraient dans les mois qui suivaient. J.P. Morgan les a en tout cas décrites comme opérations de *hedging* et non de spéculation pour compte propre, une affirmation le plus souvent jugée douteuse. Ce qui est fascinant, dans cette histoire, ce n'est pas le montant de la perte que J.P. Morgan est capable d'avaler sans grande difficulté, c'est qu'elle illustre avec éclat le bien-fondé

des suspicions concernant les activités risquées des banques, le retour aux pratiques ayant abouti au désastre, le caractère inadéquat de la régulation et les moyens insuffisants des superviseurs. Il est troublant que cette mésaventure se soit produite dans la banque qui avait le mieux résisté aux aléas financiers récents et qui était supposée avoir le meilleur système de contrôle des risques. Il est troublant de noter que les activités de ce trader avaient alerté un mois plus tôt l'un des membres de la Federal Reserve Bank de New York qui travaillent au sein même de la banque ; son rapport avait été traité par le mépris par la banque et par Jamie Dimon lui-même qui avait qualifié l'affaire de « tempête dans une théière ».

Il est surtout troublant de noter que la perte est enregistrée dans l'unité censée protéger la banque contre les risques ; en réalité, cette unité était devenue l'un des centres de profit importants de la banque, dégageant à elle seule 5,5 milliards de dollars de bénéfices depuis 2009 ! Et si l'on est ainsi amené à considérer ce département non comme une activité de couverture, mais comme abritant une sorte de *hedge fund*, on constate que celui-ci est de loin le plus grand au monde, six fois la taille de Bridgewater Associates par exemple. Tout cela, c'est précisément ce que visait à permettre le *lobbying* de Jamie Dimon et de la profession, tout cela étant, conformément aux craintes de Paul Volcker, mêlé à l'activité de gestion de dépôts protégée par le gouvernement fédéral et le contribuable. Comme l'a résumé le sénateur Levin, ces efforts ont introduit dans la réglementation « un trou suffisamment large pour qu'un camion Mack puisse s'y engager », la preuve en est maintenant donnée. Non, décidément tout cela ne pouvait pas plus mal tomber pour l'industrie financière : comme l'a noté le *Financial Times*, « *the argument that financial institutions do not need new rules is at least 2bn harder to make today* ». Mais le dernier mot n'est pas dit...

CONCLUSION

L'attorney général Eric Holder a déclaré il y a quelques mois que le bilan de l'administration Obama en matière de réforme financière était « un succès de nature historique » ; c'était peut-être parler un peu vite. Un jugement plus nuancé pourrait sans doute reconnaître les points suivants que nous avons mis en lumière dans cet article. Il y a certainement eu l'ambition de saisir le problème dans toute son ampleur, la volonté d'introduire des dispositions totalement nouvelles en Amérique (comme le Bureau de protection des consommateurs) et la capacité de faire aboutir un texte sans

précédent ; cela est clairement à l'actif de la présidence et c'est d'autant plus notable que la bataille législative a dû surmonter une obstruction sans faille de l'opposition républicaine. En second lieu, on a noté que l'ambition réformatrice avait été constamment guidée par une très grande prudence, dictée au moins en partie par la volonté du Trésor et de son secrétaire Tim Geithner de ne rien faire qui puisse déstabiliser une industrie financière encore fragile. Ce faisant, beaucoup, et pas seulement les militants de *Occupy Wall Street*, jugent que justice n'a pas été véritablement rendue ; les responsabilités de ceux qui ont entraîné l'économie vers l'abîme n'ont jamais été élucidées et les banques ont trop vite été remises en situation de reprendre les mêmes chemins risqués que par le passé. L'actualité la plus récente a illustré le bien-fondé de ces inquiétudes. Au total, on ne prend pas de grand risque en pronostiquant, au moment du second anniversaire de la loi Dodd-Frank, qu'il s'agit d'un chantier encore loin d'être terminé ; il est trop tôt pour établir un bilan coût-bénéfice. La loi a certainement permis de rétablir une certaine confiance dans le système financier et n'a pas fait obstacle à la reprise du crédit. Mais ces résultats demeurent fragiles, l'opinion publique reste en alerte sur les excès de Wall Street et le balancier n'est pas encore stabilisé.

La finance sous influence

CLAUDE REVEL

« La compétition internationale prend des formes nouvelles. Elle n'est plus seulement économique, technologique, commerciale et financière, elle ne porte plus seulement sur le prix, la qualité et même la marque, mais désormais aussi sur des paramètres immatériels de l'environnement comme le droit, le climat des affaires, les systèmes de pensée, l'image, et la capacité à faire naître l'innovation » (*La France : un pays sous influences ?* Claude Revel, Vuibert, mai 2012)... Et la finance, en particulier les règles et les pouvoirs de la finance. Les lignes qui suivent ne visent nullement à décrire l'exhaustivité des influences qui s'exercent sur la finance, mais à donner quelques éclairages.

L'influence est devenue un rouage clé de la mondialisation, par les effets conjugués de trois facteurs, qui sont en même temps causes et effets : la multiplication et la facilitation des moyens d'information, véritable énergie qui devient accessible à quasiment tous et qui permet d'atteindre le monde entier en quelques clics ; l'explosion des échanges, économiques, financiers, culturels... humains aussi, qui a fait naître des puissances comparables ou plus fortes même que les États ; la redistribution des pouvoirs qui s'en est suivie, les acteurs économiques privés (entreprises, banques, fonds, associations professionnelles..) devenant de vraies puissances et des détenteurs d'idées (ONG, instituts... par exemple) pouvant acquérir une puissance qu'ils n'auraient jamais eue en d'autres temps. Tous utilisent ce dérivé de l'information qu'est l'influence, à savoir un contenu de nouvelles, traitées dans un sens favorable à l'émetteur, par le double biais de la séduction et de l'argumentation. Parallèlement, le développement des échanges internationaux et des interdépendances a fini par imposer une échelle mondiale dans tous les domaines, du contrôle qualité à la norme éthique, en passant par la norme comptable et financière. Et une opinion mondiale est née (on peut dater cet heureux événement de décembre 1999 lors du *round* de l'OMC à Seattle).

Dans ce contexte, la finance n'a pu échapper à plusieurs formes d'influences.

L'influence normative, d'abord, c'est-à-dire sur les règles et normes. Elle est devenue un élément clé de la concurrence en permettant de formater le terrain de jeu en amont. Celui qui sait anticiper et placer ses règles est évidemment avantagé, tout autant que sont désavantagés ses concurrents (du moins ceux qui n'ont rien vu venir). Les Français sont souvent dans cette dernière catégorie. Aujourd'hui, pour les raisons énoncées plus haut, les régulations ne sont plus seulement le fait des États ni même des organisations internationales. Dans la grande redistribution des pouvoirs liée à la mondialisation, des organisations purement privées fabriquent un grand nombre de règles. Et ce de trois manières : d'abord en exerçant une influence très forte sur les organisations officielles, c'est ce qu'on appelle la *lobbying*. La deuxième manière est encore plus claire et se développe : il s'agit pour des acteurs privés de rédiger eux-mêmes les normes qui vont s'appliquer à eux. Il s'agit des autorégulations, telles que les chartes professionnelles, ou les principes collectifs de type principes d'Équateur ou encore les bonnes pratiques d'ONG. Parfois ces normes finissent par se retrouver dans le droit positif par le biais de la réputation d'expertise de leurs auteurs. Enfin, il arrive que les organisations internationales, friandes d'expertises (et « lobbyées » en sous-main par les organismes experts) leur demandent elles-mêmes des consultations ou, mieux encore, des projets de réglementations. Il faut savoir que les instituts experts sont innombrables, peuplés de personnes qui poursuivent des intérêts divers et dont une partie de l'activité consiste à vendre cette expertise, au double sens du terme, aux entreprises, mais aussi aux autorités publiques qui en ont besoin. C'est ainsi que la Commission européenne fit appel à l'*International Accounting Standard Board* (IASB), situé à Londres, filiale de l'*International Accounting Standard Committee* (IASC) américain pour rédiger de nouvelles normes financières européennes. Et cela permit une magnifique influence venue d'outre-Manche et d'outre-Atlantique, occasionnant un changement total de la lettre et de l'esprit des règles européennes, censément pour les rendre convergentes avec les règles américaines (ce qui finalement, ne fut même pas le cas !), mais en revanche, elles changèrent bien... les bilans de millions d'entreprises.

On peut se demander à qui ont bénéficié ces influences : d'une part incontestablement aux grands cabinets d'audit et de comptabilité majoritairement anglo-saxons auxquels se sont ouverts des marchés fabuleux de formation, restructuration, remise à niveau, etc., dans toute l'Union européenne ; d'autre part, à la diffusion d'un esprit, de valeurs, que d'aucuns qualifient de court terme, cohérentes avec la volatilité des marchés et

permettant de faire encore plus d'affaires et plus vite. Les règles ainsi mises en place sont perçues par beaucoup d'économistes comme amplifiant les cycles économiques au lieu de les équilibrer et ainsi, concourant à l'instabilité des bilans, voire à la crise.

À côté des experts techniques qui concourent directement aux règles et normes, on trouve ceux qui préparent les opinions : les « penseurs », instituts et cercles de type *Institute of International Finance* et autres, et bien sûr tous les ateliers, forums, séminaires et réunions de décideurs internationaux, mines non tant de surgissement d'idées que de diffusion des leurs par quelques-uns, pour les tester et les affiner. Les idées et rapports clés en matière financière ne manquent pas, y compris pour réguler la finance, toujours d'abord américains ou britanniques, comme la règle Volcker et le rapport Vickers en 2010 et 2011. L'Union européenne aujourd'hui mène ses propres réflexions, le commissaire en charge a formé son propre groupe de travail. Nul doute qu'il subit des influences particulièrement fortes autant que subtiles.

On trouve aussi bien sûr les *lobbies*. Le *lobby* bancaire est réputé être particulièrement puissant, en France comme dans l'Union européenne, et placé sous la direction de quelques « grands chefs », personnages appartenant autant sinon plus à la banque qu'à la politique, cultivant en France des « réseaux balzaciens » plus que ceux du Web, toujours très puissants auprès des décideurs, formant des dauphins de même nature. En Europe comme en France, ces *lobbies* sont officiels *via* les diverses associations de banques, mais aussi officieux *via* les réseaux d'origine et de connivence. Les fonds se dotent également de ces réseaux, pour tenter de neutraliser une image abîmée. Ils font parfois appel à des ONG, comme ce très grand fonds d'investissement qui vient de signer un partenariat avec la plus grande ONG anticorruption. Certes, ces influences croisées peuvent renforcer celles du partenaire le plus fort, mais en même temps, disent les ONG, elles obligent les financiers à passer par quelques fourches caudines, donc *in fine*, parfois « tel est pris qui croyait prendre »... Ces subtils calculs n'ont cependant pas dû convaincre les députés européens et tous ceux qui déplorent la toute-puissance du *lobby* bancaire et l'absence de *lobby* adverse. C'est ainsi que certains d'entre eux ont contribué à la création de *Finance Watch* qui entend exercer sur la réglementation de la finance une influence autre que celle du *lobby* bancaire et que grâce au Web (et à quelques soutiens financiers) cette association commence à jouer un (petit) rôle de contre-pouvoir.

Curieusement, les influences sur la finance semblent aujourd'hui mieux acceptées quand elles sont d'origine privée plutôt que publique. La montée en puissance des acteurs privés dans le monde, certains devenant plus importants que des États, s'est accompagnée de la privatisation des influences vue plus haut, mais aussi, plus fondamentalement, d'une confiance plus grande dans les experts privés que dans les publics. Le rôle incroyablement important des agences de notation privées dans la définition des politiques publiques, et donc de l'intérêt général, en est une illustration. Elles sont composées de personnes de même origine culturelle – la nationalité n'est pas importante, ce qui l'est, c'est l'approche intellectuelle, unifiée sous la houlette de l'approche des écoles américaines. La consanguinité intellectuelle tant reprochée aux élites françaises ne semble en l'occurrence poser de problème à personne. La confiance dans l'expertise de ces agences est telle que des États et organisations publiques comme la Commission européenne utilisent les notations de ces agences dans leurs documents officiels comme critères ou seuils. On est là totalement sous influence, en l'occurrence celle sans contre-pouvoir des acteurs privés sur l'intérêt général, celle de ce que l'on appelle « les marchés » au sens le plus large d'une approche et non pas du *lobbying* de quelques groupes. Ces influences vont bien au-delà du *lobby* bancaire. Elles sont d'autant plus fortes qu'elles ont été intériorisées.

Car l'influence en finance s'exerce aussi sur les jeunes cerveaux *via* l'enseignement, la formation, les labels. Certains certificats et certaines écoles sont des sésames pour trouver des jobs en finance. Ils sont tous d'origine américaine et colonisés par des sympathisants de l'approche « des marchés », avec depuis peu, il faut le dire, des tenants passant pour ultramodernes, voire révolutionnaires, de la responsabilité financière et de la recherche du *public good*, y compris en finance. Néanmoins se maintient une « doxa » majoritaire chez les financiers. Un des axes forts les plus apparents et les plus sujets à caution de cette approche réside dans la « folie de l'évaluation », et de l'évaluation quantitative. On assiste à un déchaînement de critères d'évaluation mathématiques, de projections, de modèles, de plus en plus sophistiqués, de moins en moins compréhensibles, qui sont censés permettre de juger de la capacité d'une entreprise ou d'un pays à se développer ou à passer une crise. D'une manière générale, d'ailleurs, n'a de valeur – dans cette approche – que ce qui peut être quantifié. Peu importe la manière de quantifier, mais il faut du chiffre (à tous les sens du terme). Ce type d'approche est totalement réducteur, dangereux et il est une des causes des crises que nous connaissons, à commencer par celle de l'euro.

Quand les agences de notation jugent un pays, il paraît assez stupide de ne prendre en compte que les valeurs économiques chiffrées. L'histoire montre que la capacité de résilience d'un pays (mot actuel qui décrit une réalité de toujours, la capacité d'un peuple à surmonter les crises) est au moins aussi importante que ses indicateurs économiques et peut changer les anticipations du tout au tout, et qu'elle ressort d'éléments non quantitatifs, mais d'ordre historique, sociologique et psychologique. On ne peut du coup que regretter que tant de brillants cerveaux soient stérilisés dans du quantitatif exclusif.

Il est un domaine où la finance et l'influence ont des liens vraiment scabreux, c'est celui de la prophétie autoréalisatrice, qui fait fureur dans le domaine financier plus qu'ailleurs. Les marchés ressemblent à une grande nerveuse sur laquelle la moindre remarque un peu froide provoque des pâmoisons (l'auteure est désolée du caractère machiste de cette comparaison, mais au moins elle sera comprise par un public de financiers plutôt masculin...). Alors certains tacticiens – de préférence dirigeants d'organisations internationales ou d'instituts réputés sérieux – sont-ils coutumiers de petites phrases : sur la nécessité de renforcer les bilans des banques, sur un chiffre peut-être moins élevé de croissance, sur la possibilité d'une éventualité d'un risque de baisse de notation... et l'effet est garanti. La prophétie se réalise quasi en même temps qu'elle s'énonce. Cela marche à tous les coups. On peut toutefois s'étonner du manque de discernement du public visé, responsables (y en a-t-il ?) divers opérant sur les marchés et/ou de leur caractère grégaire tant de fois souligné et plus que jamais présent. À moins que – hypothèse diabolique et bien sûr à écarter – les petites phrases ne soient que l'accompagnement médiatique qui donnera une explication à des mouvements déjà décidés...

Enfin, à côté de la finance sous influence, il y a l'influence de la finance, ou plutôt de quelques-uns de ses acteurs qui en ont préempté la représentation, les autres subissant passivement... leur influence. Ils (quelques grands fonds, grands économistes et dirigeants d'organisations internationales publiques et privées, une partie de ceux que David Rothkopf appelle « la caste ») ont fait en sorte que tous, nous intégrions le fonctionnement actuel des marchés comme le fonctionnement normal de la finance. « Les marchés, en fait, c'est nous ! [...] Si complot il y a, c'est d'abord sur les cerveaux et les idées de tous qu'il porte. Ce qui n'exclut pas des actions organisées spécifiques ponctuelles, par exemple contre l'Union européenne. Ce qui était le ressort du progrès économique, à savoir la recherche

de richesse par l'entrepreneuriat, l'investissement, la production, n'a gardé de cet état d'esprit que le tout premier point, transformé en cupidité assumée, et surtout au moindre effort de production. Car la production, c'est tout de même en partie du travail, donc des salaires, donc des coûts [...]. Les marchés, c'est l'ensemble des dirigeants du monde occidental qui ont accepté de renoncer à leur légitimité politique pour épouser une logique uniquement financière » (*La France : un pays sous influences ?* Claude Revel, Vuibert, mai 2012).

Un travail de recherche approfondie et croisée reste à mener sur la finance par des historiens, sociologues et psychologues. Puis, bien entendu, doivent intervenir rapidement des régulations souples émanant d'auteurs légitimes et prenant en compte l'intérêt général. Il faut pour cela que quelques hommes et femmes politiques européens résistent à un grand nombre de puissantes influences. Mais le jeu en vaut sûrement la chandelle, la finance mérite en effet beaucoup mieux que sa caricature actuelle présentée par « les marchés ».

Les institutions européennes à l'épreuve de la crise de l'euro

YVES DOUTRIAUX

S'il faut souhaiter que les deux traités signés en 2012 – le traité instituant un Mécanisme européen de stabilité (MES) signé entre les 17 États de la zone euro et le traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'UEM signé par 25 États membres – puissent assurer un avenir plus stable à la zone euro, l'architecture institutionnelle de l'Union déjà peu « lisible » en sort davantage complexe. Il faudra y remédier par un fédéralisme accru de la zone euro en établissant un président « unique » de l'Europe, un ministre de l'Économie et des Finances de la zone euro et une commission parlementaire de surveillance de cette zone.

« LES HOMMES N'ACCEPTENT LE CHANGEMENT QUE DANS LA NÉCESSITÉ ET ILS NE VOIENT LA NÉCESSITÉ QUE DANS LA CRISE »¹

Depuis le traité de Rome, les États membres de la Communauté européenne puis de l'Union européenne ont souvent su profiter des crises auxquelles ils étaient confrontés pour rebondir en renforçant leur intégration ou en lançant de nouvelles politiques communes propres à contourner les obstacles rencontrés. La crise de la chaise vide provoquée par le général de Gaulle envers ses cinq partenaires et la Commission a permis l'avènement « au forceps » de la politique agricole commune au prix du compromis de Luxembourg du 30 janvier 1966, lequel a d'ailleurs rendu impossible tout recours au vote du Conseil à la majorité qualifiée jusqu'au début des années 1980. Les divisions nées des réticences de la France au regard de l'adhésion de l'Espagne et du Portugal, du refus de Margaret Thatcher de toute dépense supplémentaire et des crises budgétaires à répétition avec le Parlement

1. Citation de Jean Monnet en conclusion du rapport de Jean Arthuis au Premier ministre sur « l'Avenir de la zone euro : l'intégration politique ou le chaos » (mars 2012).

européen ont amené Jacques Delors à sortir de l'impasse en lançant « l'Acte unique » entré en vigueur en 1987 et les « paquets » éponymes établissant un cadre pluriannuel aux budgets de la Communauté, une politique régionale ambitieuse et un grand marché intérieur facilité par l'adoption d'un programme de directives visant à harmoniser les normes nationales ou à faire en sorte qu'elles soient mutuellement reconnues et à libérer les marchés réglementés ou monopolistiques. Les malentendus nés de la chute du mur de Berlin et de la réunification allemande ont été surmontés par le traité de Maastricht et l'Union économique et monétaire par laquelle l'Allemagne acceptait de renoncer au Deutsche Mark au profit d'une monnaie unique à condition que la future Banque centrale européenne soit aussi indépendante et anti-inflationniste que la BUBA. Enfin, le défi de l'unification du continent tout entier dans les années 2000 a conduit, après l'échec du projet de Constitution rejeté par les peuples français et néerlandais, au traité de Lisbonne, c'est-à-dire à davantage de décisions prises à la majorité qualifiée du Conseil, pondérée à compter de 2014 par le poids démographique des États, en codécision avec le Parlement, à l'élection d'un président du Conseil européen pour un mandat allant jusqu'à cinq ans et d'un « ministre des Affaires étrangères de l'Union », en même temps vice-président de la Commission afin de tenter de rendre cohérentes les relations extérieures de l'Union et sa politique étrangère et de sécurité. Des référendums « citoyens » européens pourront être tenus et les Parlements nationaux sont désormais mieux associés en amont aux prises de décision de l'Union et au contrôle du respect du principe de subsidiarité. Depuis 2008, la crise économique et financière née des *subprimes* relayée à partir de 2009 par l'apparition au grand jour des écarts de productivité et de fortes divergences entre les évolutions des déficits budgétaires et de l'endettement public des États de la zone euro a forcé la France et l'Allemagne à mener un dialogue souvent tendu qui a finalement abouti à des compromis, démontrant encore une fois la capacité de ce tandem à imaginer des formules supposées répondre aux défis collectifs. Évidemment, les sceptiques relèvent, parfois à juste titre, que les Parlements nationaux n'accepteront pas une telle atteinte à leur souveraineté budgétaire, que les peuples des États surendettés rejeteront les brutales disciplines imposées ainsi que le démontre la montée des partis extrêmes de droite et de gauche, que ceux des États en meilleure forme protesteront contre l'appel à leur solidarité financière et qu'il n'était pas nécessaire d'inventer un nouveau traité dès lors qu'il aurait suffi d'appliquer enfin sérieusement la procédure prévue par l'article 126 du traité sur le fonctionnement de l'UE relatif aux déficits excessifs.

LES INNOVATIONS INSTITUTIONNELLES INDUITES PAR LES DEUX TRAITÉS DE 2012 NE SONT PAS SANS PRÉCÉDENT

En quoi le traité instituant un Mécanisme européen de stabilité signé le 2 février 2012 entre 17 États de la zone euro et le traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'UEM (TSCG) signé le 2 mars suivant par tous les États membres de l'UE, sauf le Royaume-Uni et la République tchèque, sont-ils novateurs sur le plan des institutions ?

En soi, la possibilité pour des États membres et non pas tous de s'appuyer sur les institutions des Vingt-Sept – la Commission, la BCE ou la Cour de justice – n'est pas sans précédent. C'est ainsi que fonctionne l'UEM depuis l'avènement de l'euro en 2000 : les voix des États n'appartenant pas à l'euro soit parce qu'ils n'y sont pas engagés – Royaume-Uni, Suède et Danemark –, soit parce qu'ils n'en remplissent pas les conditions (tous les autres États qui ne font pas partie de la zone euro) ne sont pas comptabilisées dans le calcul de la majorité qualifiée au Conseil européen et au Conseil des ministres lorsque la zone euro prend des mesures la concernant seule. La Commission élabore les projets « pour les grandes orientations des politiques économiques » des États de la zone euro, adresse à ces seuls États des avertissements en cas de non-conformité, propose au Conseil de retenir que le déficit de l'un de ces États est « excessif ». Quant au Conseil, les éventuelles sanctions qu'il prend à l'encontre d'un État en déficit excessif sont destinées aux seuls États de l'euro et seuls ces États – sauf l'État à sanctionner – participent au vote. Mais ces dernières dispositions sont restées lettre morte du fait de l'intervention – malencontreuse comme la crise de la zone euro l'a prouvé – de l'Allemagne et de la France qui ont obtenu que le Conseil des ministres suspende le 25 novembre 2003 des procédures recommandées par la Commission – prévues par l'article 126 du traité (ex-article 104 du traité de Maastricht) – à l'endroit de ces deux pays dont les déficits étaient excessifs.

Par ailleurs, depuis le traité de Maastricht, les « coopérations renforcées » permettent, sur décision du Conseil, « lorsqu'il établit que les objectifs recherchés par cette coopération ne peuvent être atteints dans un délai raisonnable par l'Union dans son ensemble », à au moins neuf États qui le souhaitent d'utiliser les institutions de l'Union. Ces dispositions n'ont dans une première phase été utilisées qu'à titre de « repoussoir » : leur invocation par les États les plus allants a permis de desembourber des dossiers, tels le règlement relatif au statut de la société européenne bloqué au Conseil

depuis 1970 ou la décision sur le mandat d'arrêt européen qui se substitue à la procédure particulièrement lourde d'extradition entre les États, adoptée en 2002, que l'Italie de Berlusconi refusait. Mais, en juin 2010, les procédures de divorce de couples binationaux ont fait l'objet d'une coopération renforcée de même qu'en mars 2011 le brevet européen, l'unanimité n'ayant pu être atteinte sur le régime linguistique du brevet limité aux langues anglaise, française et allemande au grand dam de l'Italie et l'Espagne.

De même, la coopération Schengen qui a supprimé les contrôles policiers aux frontières internes, remplacés par une coopération policière et judiciaire transfrontalière, résulte d'accords passés en 1985, entrés en vigueur en 1995 entre les États membres à l'exclusion du Royaume-Uni et du Danemark ; cette coopération a été intégrée au sein des institutions de l'Union (Conseil, Commission, Cour de justice) par le traité d'Amsterdam signé en 1997.

Mais, ces « coopérations renforcées » sont prévues par les traités sur lesquels l'Union est fondée. Il en va différemment des traités de 2012 instituant l'un, un mécanisme européen de stabilité, et l'autre portant sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'UEM, lesquels n'ont pas été signés par tous les États membres de l'Union et sont établis de ce fait en dehors du cadre de l'Union à 27.

LES PARTIES À CES DEUX TRAITÉS POURRONT UTILISER LES INSTITUTIONS DE L'UNION SANS L'ACCORD FORMEL DE CES DERNIÈRES

La Commission et la BCE se voient confier des missions nouvelles par le MES signé entre les seuls 17 États de la zone euro : elles sont observatrices à son Conseil des gouverneurs. La Commission et la BCE évaluent l'existence d'un risque pour la stabilité financière de la zone euro ainsi que la soutenabilité de l'endettement public de l'État demandeur d'un soutien et ses besoins ; la Commission est mandatée pour négocier la conditionnalité de politique économique dont est assortie chaque assistance financière, puis veille en liaison avec la BCE au respect de cette conditionnalité. La Cour de justice peut être saisie pour trancher tout litige entre le mécanisme et l'un de ses membres ou entre ses membres.

Le Royaume-Uni s'étant opposé à toute révision du traité sur le fonctionnement de l'UE, le TSCG n'a été signé qu'entre 25 « parties contractantes », membres de l'Union ; ce traité charge la Commission de proposer

un « mécanisme de correction », lorsque des écarts importants apparaissent entre la situation budgétaire d'une partie contractante et l'objectif à moyen terme « structurel » fixé par ce traité (0,5 % du PIB, soit une règle plus contraignante que les 3 % prévus par le Pacte de stabilité et de croissance, d'ailleurs non respectée par la plupart des États). En cas de « déficit excessif » au sens du traité sur le fonctionnement de l'UE, une partie contractante doit mettre en place un programme de « partenariat budgétaire et économique » approuvé par le Conseil et la Commission ; les parties contractantes informent le Conseil et la Commission de leurs plans d'émission de dette publique ; elles s'engagent à appuyer les « propositions et recommandations » déposées par la Commission lorsque cette dernière estime qu'un État de la zone euro ne respecte pas le critère du déficit (allant jusqu'à un dépôt ne portant pas intérêt ou à une amende en vertu de l'article 126 du traité sur le fonctionnement de l'UE, jamais appliqué du fait de l'intervention franco-allemande évoquée plus haut), sauf si une majorité qualifiée de parties contractantes, dont la monnaie est l'euro, s'y oppose. Les parties contractantes s'engagent donc en principe à ne plus renouveler ce que le Conseil des ministres avait fait le 25 novembre 2003 à la demande de la France et de l'Allemagne, mais elles pourraient quand même le faire si une majorité qualifiée le souhaitait ! La Commission veille au respect par les parties contractantes de leur engagement à placer une « règle d'or contraignante » – l'objectif à moyen terme de déficit structurel de 0,5 % du PIB – dans leur Constitution « de préférence », ou de « quelque autre façon » permettant de garantir le plein respect de cette règle tout au long du processus budgétaire national. Toute partie contractante pourra saisir la Cour de justice afin qu'elle se prononce sur le respect de cet engagement par une autre partie ; si cette autre partie ne se conforme pas à un premier arrêt de la Cour, une partie pourra demander à la Cour que celle-ci inflige le paiement d'une somme forfaitaire ou une astreinte dont le montant pourrait aller jusqu'à 0,1 % du PIB, ce qui n'est pas une mince somme, surtout si la partie concernée est en déficit excessif ! Mais, contrairement au souhait initial de l'Allemagne, la Cour ne sera toujours pas compétente¹ pour contrôler le respect par les États de leurs obligations en matière de niveau de déficit. Enfin, les parties s'engagent à coordonner leurs « grandes réformes de politique économique » en faisant « intervenir les institutions

1. En effet, le traité sur le fonctionnement de l'UE écarte la possibilité de recourir à la Cour de justice contre un État qui manque à ses obligations nées d'une procédure à son encontre pour déficit excessif ; le TSCG ne rend pas non plus possible un tel recours.

de l'Union conformément au droit de l'Union européenne ». Les politiques budgétaires des parties peuvent être débattues par les représentants des commissions des finances des Parlements nationaux de ces parties et du Parlement européen.

Un traité passé entre quelques membres ou parties de l'Union peut-il confier des tâches aux institutions de l'Union, lesquelles « appartiennent » à tous les États membres de l'Union ? On sait que le Royaume-Uni s'en est ému en décembre 2011 lorsqu'il s'est trouvé isolé face à tous les autres États. La Cour de justice s'est déjà prononcée sur une question comparable : en 1993, le Parlement avait saisi la Cour « d'un acte des États membres réunis au sein du Conseil »¹ par lequel ils avaient décidé d'une aide spéciale au Bangladesh fournie directement par eux ou par un compte géré par la Commission et « coordonnée » par cette dernière, au motif que cet acte violait les prérogatives du Parlement. Or, la cour a jugé que les États membres peuvent « exercer collectivement leurs compétences au sein ou en dehors du Conseil » dès lors que la compétence de la Communauté n'est pas exclusive dans ce domaine et que les États membres « peuvent confier à la Commission la mission de coordonner une action collective » entreprise par eux. Il est permis de penser qu'elle se prononcerait dans le même sens si elle était saisie de l'un ou l'autre des deux traités signés en 2012, pour le motif qu'ils affecteraient le fonctionnement des institutions de l'Union, même si ces traités n'engagent pas la totalité des États membres. Pour ce qui concerne la Cour elle-même, le traité sur le fonctionnement de l'UE en son article 273 prévoit qu'elle « est compétente pour statuer sur tout différend entre États membres en connexité avec l'objet des traités, si ce différend lui est soumis en vertu d'un compromis ». Il serait difficile de réfuter au MES ou au TSCG tout caractère « connexe » avec l'objet des traités sur lesquels l'Union est fondée.

CES TRAITÉS POURRAIENT ENTRER EN VIGUEUR MÊME SI TOUS LEURS SIGNATAIRES NE LES RATIFIENT PAS

Une autre innovation des traités de 2012 tient à leurs clauses d'entrée en vigueur : ces deux traités prévoient que leur ratification par toutes leurs parties contractantes n'est pas un préalable obligatoire, puisque le MES entre en vigueur dès lors que les membres représentant 90 % des souscrip-

1. Arrêt de la Cour de justice du 30 juin 1993 C-181/91 et C6248/91 : Parlement contre Conseil et Commission (aide au Bangladesh).

tions ont déposé leurs instruments ; de même, le TSCG entrera en vigueur dès lors que douze parties contractantes, dont la monnaie est l'euro, auront accompli cette procédure. Ainsi le blocage par un État, telle l'Irlande en 2008 s'agissant du traité de Lisbonne, est en principe écarté à moins que cinq autres parties contractantes membres de l'euro s'abstiennent de ratifier également le TSCG. S'agissant des parties susceptibles de solliciter le bénéfice d'un soutien financier du MES (pour simplifier : Grèce, Portugal, Italie, Espagne, Irlande, voire Belgique notamment), elles auraient intérêt à ratifier ce traité dès lors qu'un considérant du préambule du traité MES et du traité TSCG exigé par l'Allemagne prévoit que l'assistance financière du mécanisme à un État est conditionnée à partir du 1^{er} mars 2013 à la ratification du TSCG par cet État, et au respect par celui-ci de l'inscription de la règle d'or, au plus tard un an après l'entrée en vigueur de ce traité, de préférence dans sa Constitution ou « de quelque autre façon ». Mais d'autres États – à l'instar de la France –, dont la situation financière n'est à ce jour pas telle que le soutien du MES deviendrait indispensable, pourraient s'abstenir de ratifier le TSCG sans autres conséquences qu'une crise avec l'Allemagne – en tout cas avec Angela Merkel – ou une méfiance des marchés, ce qui n'est pas rien !

Un groupe de parties contractantes membres de l'Union pourrait donc utiliser des institutions de l'Union, en dépit de l'opposition formelle d'un État, à savoir le Royaume-Uni, du fait de deux traités signés par elles seules et dont l'entrée en vigueur pourra être effective même si toutes ces parties ne les ont pas ratifiés. S'agit-il là d'un précédent dangereux susceptible de compliquer davantage une construction européenne de plus en plus baroque déjà difficilement lisible ? Mais il a fallu recourir à ces subterfuges dès lors que le Royaume-Uni a empêché l'usage d'une procédure plus classique de révision unanime du traité sur le fonctionnement de l'UE applicable à la seule zone euro. Relevons que les dispositions du TSCG, relatives aux sanctions à l'encontre des États en déficit excessif, n'ajoutent rien à la procédure de l'article 124 du traité si ce n'est que le critère du déficit à moyen terme à ne pas dépasser passe de 3 % du PIB à 0,5 % « structurellement », ce qui n'est pas rien ! L'autre innovation est que les parties, sous le contrôle de la Cour de justice, doivent inscrire la règle d'or de préférence dans leur Constitution. L'essentiel est d'adresser aux marchés un signal de rigueur dans la gestion des finances publiques par le biais d'un nouveau traité contraignant. En tout état de cause, la zone euro ne pourra plus faire l'économie de l'établissement d'une gouvernance économique et budgétaire collective – le fameux « gouvernement économique européen »

souhaité par les responsables français depuis Maastricht pour faire pendant au pouvoir monétaire de la BCE – dès lors que les mécanismes de coordination des politiques économiques prévus par l’UEM en 1992, édulcorés en 2003, ont été manifestement insuffisants pour prévenir la crise. Il est à espérer que les États de la zone euro appliqueront cette fois-ci leurs engagements de bonne foi, sous les contrôles de la Commission, de leurs pairs du Conseil et de la Cour de justice – dans les limites pour cette dernière indiquées plus haut – et, si nécessaire, avec l’assistance financière du MES. Puisque le TSCG a été signé, son éventuelle non-entrée en vigueur du fait d’un nombre de ratifications inférieures à douze parties, en conséquence entre autres de la renégociation demandée par la France afin d’y apporter un « volet croissance », susciterait à coup sûr la défiance des marchés. Mieux vaudrait ratifier rapidement le TSCG afin d’éviter de nouvelles secousses à l’encontre de la zone euro, alors même que la plupart des États sont très loin d’être sortis de leurs problèmes d’endettement et de déficit.

DE LA NÉCESSITÉ D’UN FÉDÉRALISME ACCRU AU SEIN DE LA ZONE DE L’EURO

Le traité de Lisbonne, alors que le projet avorté de Constitution avait notamment pour ambition de rendre les institutions plus lisibles et cohérentes, ne les a pas simplifiées. Les deux nouveaux traités ne contribuent pas à rendre le Meccano institutionnel de l’Union davantage compréhensible pour les citoyens, les marchés et les partenaires internationaux de l’Europe. Des voix s’élèvent pour mettre à profit la crise de la zone euro pour tenter de mettre fin à la cacophonie institutionnelle¹. La fusion², dès la fin du mandat actuel de la Commission en 2014, entre les fonctions de président du Conseil européen, de président des sommets de la zone de l’euro – fonction établie par le TSCG – et de président de la Commission devrait être envisagée afin de donner à l’Union un seul porte-parole doté d’un poids politique important, ayant une légitimité intergouvernementale (Conseil européen) et supranationale (Commission) et unissant la zone euro et le marché intérieur des Vingt-Sept. Un ministre de l’Économie et des Finances de la zone euro serait à la fois président de l’eurogroupe et vice-président de la commission chargée de l’euro, à l’instar de ce qui a été fait en matière de politique étrangère et de relations extérieures de

1. Voyez par exemple le rapport, déjà cité plus haut, de Jean Arthuis.
2. Une telle fusion peut s’opérer sans amendement aux traités. Il suffirait de l’accord d’une majorité qualifiée d’États et du Parlement européen.

l'Union avec le haut représentant à la politique étrangère commune. Enfin, une commission de surveillance de la zone euro composée de parlementaires européens et de représentants des Parlements nationaux des pays de l'euro – qui ne devraient plus être tenus à l'écart des décisions prises par les sommets de l'euro ayant une incidence directe sur les finances publiques nationales qu'ils doivent autoriser et contrôler – surveillerait l'application par les États des nouvelles disciplines budgétaires, le déroulement des procédures de déficits excessifs et les décisions des sommets de la zone euro, lesquels devraient, selon le TSCG, être organisés « chaque fois que nécessaire et au moins deux fois par an ».

De telles propositions seraient susceptibles de rendre davantage acceptable par les élus nationaux le partage des responsabilités budgétaires au sein de la zone euro. Elles impliqueraient davantage de fédéralisme, lequel est nécessaire à la crédibilité de l'euro et des prévisions budgétaires des États de la zone de l'euro vis-à-vis des marchés.

Les tentatives de réforme de la régulation financière face à la crise

PHILIPPE JURGENSEN

La crise financière qui s'est déclenchée dès l'été 2007, puis a dérapé en crise économique générale, a conduit logiquement à une forte mobilisation de la communauté internationale. Il s'agissait non seulement de limiter les effets de la crise et d'éviter son aggravation, voire l'implosion catastrophique de l'ensemble de notre système financier, mais aussi de prendre des mesures préventives pour éviter le retour des imprudences graves qui avaient conduit à cette situation, et des mesures curatives dans un but de « moralisation des marchés financiers ».

Le G7 ou G8, élargi aux pays émergents pour former le G20, s'est donc attelé résolument à ces grands sujets et a adopté un calendrier ambitieux de réformes. Près de cinq ans plus tard, la réalité reste en deçà de ces attentes. Certes, la nouvelle crise des dettes souveraines, mal gérée par nos décideurs économiques (*too little, too late*) a, à partir de 2010, affaibli la capacité de négociation de l'Europe en général ; elle a en quelque sorte rendu la main aux États-Unis, le pays refuge finalement peu enclin à réformer réellement, et à des pays émergents encore incertains des grands enjeux et peu portés à l'audace. Quoi qu'il en soit, les progrès vers une nouvelle régulation financière sont restés limités dans les différents champs de la négociation : prévention de la contagion et du risque systémique, redéfinition des règles prudentielles et de la supervision, normes comptables ; rôle des agences de notation, lutte contre les abus de la spéculation et les rémunérations incitant aux dérapages et réforme du système monétaire international.

La prévention de la contagion et du risque systémique était le premier souci : il fallait éviter une réaction en chaîne ou « effet domino » par lequel la défaillance d'un acteur financier majeur, partenaire et/ou garant des autres, risquait d'entraîner dans la faillite l'ensemble du système financier international et de bloquer le fonctionnement des économies. Ce risque a,

comme on sait, été frôlé de près en octobre 2008 avec la banqueroute de Lehman Brothers, suivie de la quasi-faillite de bien d'autres établissements financiers, fusionnés d'urgence ou repris par des concurrents ou par l'État aux frais du contribuable (l'une des causes majeures de l'aggravation de l'endettement de certains pays...) : AIG, plusieurs grandes banques américaines, la Royal Bank of Scotland, des banques islandaises, irlandaises, espagnoles (tout dernièrement encore Bankia,) des caisses d'épargne allemandes et, plus près de chez nous, Fortis et Dexia...

La création d'un Conseil de stabilité financière et du Conseil européen des risques systémiques visant à prévenir le renouvellement de telles catastrophes est un progrès réel ; grâce à eux, les alertes précoces devraient avoir plus de chance de se produire. Par ailleurs, un consensus est apparu sur la nécessité de définir des règles de sécurité renforcées pour les établissements trop importants pour échouer (*too big to fail*) – et qui obligent donc les États à venir à leur secours en cas de faillite. Il y en aurait une trentaine en Europe. On peine toutefois à préciser la nature des coussins de sécurité supplémentaires attendus de ces banques « systémiques » ; s'il s'agit uniquement d'ajouter un matelas supplémentaire de fonds propres, il n'est pas sûr que cela prévienne réellement le risque, mais cela créera inévitablement des distorsions de concurrence tout en freinant encore davantage le financement de l'économie. Il est aussi question d'obliger les établissements systémiques à rédiger à l'avance un testament organisant leur dissolution en bon ordre en cas de défaillance ; cela se passerait-il vraiment ainsi dans un climat de panique financière ?

En outre, une profonde fracture demeure entre ceux qui, comme en Grande-Bretagne à la suite des travaux de la Commission Vickers (mais avec une application repoussée à... 2019) ou aux États-Unis à l'époque du Glass-Steagall Act (en vigueur jusqu'au milieu des années 1990), veulent séparer davantage les activités de banque de détail et de banque d'investissement et ceux qui, comme en Europe continentale et aux États-Unis aujourd'hui, restent attachés au modèle de « banque universelle » et préfèrent se borner à empêcher la prise de risques spéculatifs pour compte propre par les établissements financiers (c'est l'idée de base de la règle Volcker).

La redéfinition des règles prudentielles et de la supervision est le corollaire de la première préoccupation. En matière prudentielle, les ratios renforcés de fonds propres applicables aux banques, selon les accords dits Bâle III, devraient s'appliquer à tous, progressivement à partir de 2012. C'est là une condition essentielle pour une concurrence équitable – le

fameux *level playing field*. On peut douter qu'il en soit réellement ainsi, malgré l'évolution positive récente des Américains sur ce point. Surtout, les nouveaux *stress tests* (tests de sensibilité) renforcés auxquels ont été soumises les banques n'ont pas vraiment amélioré la prévention, puisque toutes les banques irlandaises les ont réussis peu avant d'entraîner leur pays vers l'abîme ; les nouveaux tests montés en 2011 n'ont ni rassuré les marchés ni évité de nouvelles défaillances, comme vient de le montrer le sauvetage de l'espagnole Bankia pour 23 milliards d'euros en juin 2012 alors que ses besoins avaient été estimés à une somme dix fois moindre lors des *stress tests* passés à peine six mois plus tôt.

C'est pourquoi les progrès réels, accomplis des deux côtés de l'Atlantique, vers un renforcement des autorités de régulation (notamment, les trois autorités européennes de contrôle des marchés financiers, des banques et des assurances ont été dotées à la suite du rapport Larosière de pouvoirs de coordination et même d'intervention directe dans certains cas, cela s'ajoutant au renforcement des contrôles au niveau national) sont actuellement remis en cause. Aux États-Unis, les mesures prévues par la loi Dodd-Frank sont fortement contestées au Congrès et leur application sans cesse repoussée ; en Europe, on songe aujourd'hui à remplacer l'Agence bancaire européenne, affaiblie par son caractère intergouvernemental, par une surveillance directe du secteur bancaire par le seul organisme véritablement supranational : la BCE.

Par ailleurs, les nouvelles règles de Bâle III (et de Solvabilité 2 pour les assurances) en matière de fonds propres pénalisent fortement la détention d'actions, cotées ou non, et donc les concours en capital dont ont besoin les entreprises pour croître et investir. Pires encore, les nouveaux ratios de liquidité qui vont être imposés (et dont les marchés imposent le respect par anticipation, avant même qu'ils ne soient clairement définis !) ont un effet économique néfaste en poussant les banques à cesser de jouer leur rôle de transformation de dépôts à court terme en prêts à long terme à l'économie. Une prudence excessive et imposée à contretemps conduit ainsi à l'aggravation de la crise alors même qu'on s'efforce d'en éviter le retour...

Un aspect important – mais souvent méconnu – est celui des normes comptables.

Au plus fort de la crise, en 2008, les pays membres du G20 avaient souscrit à deux objectifs simples : éviter l'effet procyclique de règles reposant à l'excès sur une valorisation des titres au prix de marchés eux-mêmes défaillants et

progresser vers une unification des normes comptables appliquées dans le monde.

Quatre ans après, il faut constater non seulement que ces objectifs n'ont pas été atteints mais, même, qu'on a plutôt reculé qu'avancé : le recours quasi systématique (sauf pour les placements dont on peut prouver qu'ils resteront détenus jusqu'à l'échéance) à la *fair value* reste la règle, alors même que les distorsions de prix, voire l'absence de toute cotation sérieuse faute de transactions, sont légion. L'autorité émettrice des standards comptables internationaux, l'IASB, reste autant dans les mains des Anglo-Saxons qu'avant et l'Union européenne n'a pas réussi à s'en affranchir pour édicter ses propres règles. L'idée même d'une convergence internationale des normes comptables semble abandonnée, les Américains ayant fait évoluer leur propre système (US GAAP) en sens inverse des souhaits européens. Comme les règles nationales subsistent, le résultat est que les entreprises présentes à l'international doivent souvent nourrir trois jeux de comptes différents : ni la transparence souhaitable ni la coopération internationale n'y gagnent.

Le rôle des agences de notation dans le déclenchement et l'aggravation de la crise a souvent été dénoncé : elles ont totalement échoué à avertir des dangers de titrisations désordonnées de crédits à risques comme les *subprimes*, comme d'ailleurs jusqu'au dernier moment, à avertir de l'excès d'endettement de certains pays ; après quoi, elles n'ont eu de cesse de surcompenser en abaissant abusivement les notes de pays et d'entreprises, contribuant fortement à détériorer les anticipations et à accélérer la crise. Les gouvernements ont dénoncé ces dérives – auxquelles s'ajoutent un mode de rémunération (par les émetteurs eux-mêmes) propice aux conflits d'intérêts et des règles d'évaluation peu transparentes – et se sont promis d'agir.

Mais les remèdes envisagés, comme la création d'une agence de notation publique, l'interdiction de la cotation d'États sous programme de redressement, un changement du mode de rémunération, l'obligation de publier les critères d'évaluation, ont pour la plupart été abandonnés en cours de route. Les Anglo-Saxons n'ont rien fait, et le peu qui subsiste dans la dernière version de la réglementation européenne est l'obligation de s'enregistrer auprès de superviseurs, ainsi que quelques règles tentant de limiter le risque de conflits d'intérêts. De plus, aucun progrès réel n'a été accompli vers l'élimination des multiples normes prudentielles qui se réfèrent aux notations des agences, donnant à celles-ci un rôle officiel qu'elles ne

devraient pas avoir et accroissant l'effet procyclique de leurs annonces. Chacun peut constater le résultat : les marchés sont encore bien plus focalisés qu'avant la crise sur le moindre froncement de sourcils (la mise sous surveillance d'une note...) des agences de *rating* ; et des nations entières tremblent devant leurs jugements, souvent aussi politiques que techniques.

La lutte contre les abus de la spéculation s'est révélée aussi fort difficile à traiter sérieusement, bien que leur rôle accélérateur – sinon déclencheur – dans la crise ait été souvent dénoncé. C'est ainsi que de puissants intérêts se sont opposés à toute réglementation efficace des fonds dits « alternatifs » (les *hedge funds*) : en Europe, ils devront, certes, désormais être enregistrés, mais pourront à partir de 2015 être gérés depuis l'étranger, par exemple depuis un des centres *offshore* à régulation laxiste, une fois l'accord d'un seul régulateur national européen obtenu. Aux États-Unis, les règles applicables se limiteront pratiquement à l'interdiction nouvelle faite aux banques d'investir plus de 3 % de leurs avoirs dans de telles activités pour compte propre.

Quant aux marchés de produits dérivés, les affaires négociées de gré à gré sur les marchés OTC continueront à échapper largement à tout contrôle, malgré les engagements pris lors du sommet de Pittsburgh fin 2009. Pourtant, leur taille gigantesque (700 000 milliards de dollars, selon les experts) accroît la volatilité des cours et le risque systémique. On s'efforce seulement d'y introduire des règles de standardisation des produits et de faire migrer les échanges vers des plates-formes électroniques supervisées ; même l'idée de bon sens d'imposer l'intervention de chambres de compensation pour atténuer le risque de défaillance d'une contrepartie n'a pu prévaloir, face à l'opposition de la City. Les quelques efforts faits, notamment en Europe, pour interdire les ventes à découvert « à nu » sont aussi restés timides et de peu d'effet.

Malgré les bonnes résolutions prises au cœur de la crise, les bulles spéculatives continuent à se manifester, aggravées par des phénomènes comme le *trading* haute fréquence (positions multiples, gérées automatiquement et souvent non dénouées sur des périodes ultracourtes, descendant parfois à quelques millisecondes). Leur poids sur les marchés tend à devenir prédominant. Peut-on espérer que le projet de taxe sur les transactions financières, inspiré de la fameuse taxe Tobin et mis en avant par plusieurs pays européens, dont la France et l'Allemagne, permettra de restreindre ces dérapages ? Peut-être, mais nous en sommes encore dans ce domaine, après des années de débat, aux vœux pieux...

Le dossier des matières premières n'a pas davantage prospéré. Il est vrai que leur volatilité et les conséquences déstabilisatrices qui en résultent pour l'économie mondiale sont à l'ordre du jour depuis longtemps. Au lieu d'être renforcés, les mécanismes stabilisateurs comme les stocks tampons ou les fonds d'intervention qui avaient été créés dans les années 1970 ont été progressivement démantelés. Nul ne semble détenir l'amorce d'une solution...

Les règles de rémunération des dirigeants et des traders devaient être revues. Il s'agissait de limiter bonus, primes et retraites chapeaux tout en les liant davantage aux résultats globaux et durables de l'entreprise, afin d'éviter la prise de risques excessifs qui a été à l'origine de la crise financière.

Des progrès ont été faits dans ce domaine avec la publication de règles et de codes de conduite, le renforcement du contrôle interne et la mise en place temporaire de « tsars des rémunérations » pour en surveiller le respect. Les mesures prises ont visé à restreindre la part variable des salaires, l'asseoir davantage sur les résultats du groupe que sur ceux d'un individu, en différer une partie en la liant aux résultats futurs de l'entreprise, en verser une fraction en actions, réviser leur taxation, etc. On voit cependant les gros bonus reflourir un peu partout, et on peut craindre que ces nouvelles règles, pour utiles qu'elles soient, ne soient de peu d'effet pour éviter de nouveaux débordements.

La réforme du système monétaire international, pourtant indispensable pour revenir à une gouvernance financière mondiale saine, reste aujourd'hui un « serpent de mer ».

En premier lieu la guerre des parités se poursuit. On sait que le régime des changes flottants qui est le nôtre depuis 1973 donne lieu à des variations aberrantes de cours – entraînées non par la réalité des situations économiques, mais par des anticipations changeantes –, à un haut degré de volatilité et à des désalignements qui perturbent les échanges internationaux. Pis, la règle du jeu n'est pas la même pour tous puisque la plupart des devises fluctuent librement sur les marchés alors que celles de grands pays émergents sont fermement pilotées ; en particulier, la Chine maintient un taux de change du yuan artificiellement bas et ancré sur le dollar, sous étroit contrôle de sa banque centrale, ce qui lui permet d'être ultracompetitive et d'accumuler les excédents. Après quelques déclarations musclées, il a été jugé contre-productif de faire pression sur ce grand pays (et cette « bénévolence » vient de se renouveler au sommet du G20 de Los Cabos).

Il se bornera donc à poursuivre la ligne adoptée en 2005 de revalorisation très lente et d'internationalisation progressive de sa monnaie. Aucun progrès non plus vers une gestion concertée des parités entre grands pays développés, si ce n'est de très rares opérations d'intervention conjointe des banques centrales.

Dans un domaine connexe, l'idée un temps avancée par les Américains de fixer des limites maximales aux excédents et déficits de balance des paiements de chaque pays a été *de facto* écartée. Le projet de donner un rôle plus central dans le système, non à une monnaie nationale comme le dollar, mais à une monnaie de compte, le DTS, a connu une avancée très limitée, avec la perspective d'une émission supplémentaire, bien trop faible pour changer les fondements du système. En revanche, l'élargissement important des moyens d'action du fonds (doublement du capital en 2009, mise en place de concours plus larges et au besoin préventifs, nouvelle augmentation de 400 milliards de dollars actuellement négociée par les membres du G20, etc.) est un progrès significatif. Il reste en revanche beaucoup à faire pour rééquilibrer la gouvernance du FMI, qui malgré la réforme récente donne encore trop peu de place aux pays émergents.

On le voit, le chemin à parcourir pour que les nouvelles régulations financières assainissent vraiment le système est encore long. Il est certes difficile, compte tenu de l'équilibre des forces diplomatiques, du poids des marchés et d'anticipations souvent irrationnelles, de répondre à toutes les attentes soulevées par les premières décisions des G20 de crise. Mais un véritable sursaut s'impose si l'on veut éviter de plonger dans de nouvelles crises avant même d'avoir résolu les problèmes posés par les précédentes.

Derrière la crise européenne, les pouvoirs et la stratégie

JEAN-PAUL BETBÈZE

La crise mondiale du désendettement atteint la zone euro, autrement dit la zone la plus faible de toutes. Cette zone est faible aux plans économique, social et politique. Ce n'est pas une surprise : nous sommes effectivement le maillon faible de l'économie mondiale, plus exactement même le plus faible de tous. Comment donc réagir ?

RECONNAÎTRE LA RÉALITÉ ANALYTIQUE DE LA CRISE EUROPÉENNE

D'abord, inutile de nier. Nous sommes effectivement plus faibles que les États-Unis qui disposent de *la* monnaie mondiale et sont prêts à tout faire pour l'utiliser au service de leur reprise. Nous sommes plus faibles que les émergents avec leurs excédents extérieur et budgétaire, plus faibles aussi que le Japon qui utilise son incroyable pacte social pour augmenter sans arrêt sa dette publique (jusqu'à quand ?), plus faibles même que le Royaume-Uni qui abrite une politique à l'américaine, elle-même derrière le bouclier du dollar.

Ensuite, acceptons de voir que notre politique économique pour nous sortir d'affaire a été très mal expliquée, car si les dangers de la crise n'ont pas été sous-estimés, le degré de compréhension, donc d'acceptation, des Européens, lui l'a été. Dit autrement, le degré d'attachement à la zone euro n'a pas été assez pris en compte, avec l'idée d'expliquer ce qu'il fallait faire pour la consolider vraiment. Pour sortir de l'engrenage de la crise de la dette, il ne s'agit pas d'entrer dans une logique morale, de punition, mais dans celle, économique, de recherche d'un nouveau sentier de croissance avec les efforts à fournir. Autrement, c'est la déflation qui menace. Et c'est ce nouveau sentier de croissance, quand il est bien étudié, expliqué et mis en place, qui fournit non pas la punition, le fameux *burden sharing* où les

acheteurs de titres publics sont priés d'abandonner volontairement les deux tiers de leur mise, mais plutôt la solution.

Cette solution est une combinaison dans le temps de deux logiques de libéralisation du secteur public et du secteur privé. Elles ont toutes deux comme effet immédiat de réduire l'activité, avant que ne se redressent les anticipations sous l'effet de la compétitivité retrouvée du secteur privé et de l'efficacité accrue du secteur public. On voit que l'exercice est risqué. Il repose sur l'acceptation des partenaires sociaux à participer à la réforme des institutions et à la restauration de la profitabilité des entreprises, avec l'emploi privé à la clé. Pas facile sans consensus profond.

Il ne s'agit donc pas, dans la situation actuelle, d'augmenter surtout les impôts – ce qui affecte les capacités de financement des ménages – ou de baisser surtout les salaires et les pensions – ce qui affecte les capacités de consommation des ménages. Ces politiques restrictives sont, certes, nécessaires, mais doivent fondamentalement être dosées, à la fois en intensité et en durée. Trop faibles, elles décrédibilisent les actions poursuivies et sont attaquées par les marchés. Trop fortes, elles font plonger l'économie dans une récession plus forte encore, renforçant les poids des dettes publiques, puis privées. Elles sont nécessaires, mais en étant revues ; elles ne sont jamais suffisantes ; surtout, elles ne sont pas décisives.

POUR EN SORTIR, UN DOSAGE COMPLEXE

Ce dosage complexe entre restriction publique et expansion privée est en effet d'autant plus délicat qu'il concerne des économies différenciées au sein de la zone euro. La Grèce en est ainsi le point le plus fragile pour lequel l'aménagement budgétaire doit être poursuivi, mais avec une très faible capacité de rebond productif à court et moyen terme. Cela implique qu'il faut mener une politique d'assainissement budgétaire en améliorant plutôt l'organisation étatique (suivi de la conjoncture, collecte des impôts, cadastre, formation, gouvernance...), avec des actions de privatisation plus importantes que prévu (mais sans rêver de gains importants), conduisant en réalité à une restructuration plus significative du secteur productif. On mesure le temps nécessaire, le coût, la pédagogie politique de cette opération. Mais, il n'y en a pas d'autres : la crise de la dette publique vient ici surtout de la crise des structures mêmes de l'État.

Et cela ne suffira quand même pas, car cette solution n'est pas seulement grecque ou italienne ou espagnole, même différenciée, même étalée dans le temps. Le problème, c'est que la zone européenne n'a pas été assez pensée. Cette zone n'est pas une zone monétaire optimale, car aucune ne l'est à son début. La vraie question est celle de son cheminement vers plus de convergence, ou le contraire. C'est là tout le problème. Est-ce que la zone euro se renforce, ou non ? Converge, ou non ? A-t-on fait en sorte que les forces qui la font évoluer conduisent vers plus, ou moins, de convergence ?

UNE CONSTRUCTION EUROPÉENNE DÉSÉQUILBRÉE QUI N'A PAS MARCHÉ, PAR MANQUE DE CONFIANCE ET DE SURVEILLANCE

La voie de la convergence avait été structurée selon une dissymétrie qu'on pensait pédagogique : la banque centrale finançait les économies, mais pas les États, car c'était aux États eux-mêmes de se prendre en charge. Le Pacte de stabilité et de croissance était ainsi calculé pour amortir des chocs conjoncturels (moyens), pour inciter (un peu) à une amélioration des comptes publics, pour punir (éventuellement) des dépassements, le tout pour bien indiquer que la BCE n'était pas un prêteur en dernier ressort. Mais la vitesse de croissance, sa nature, et surtout les chocs, n'ont pas été ceux qui avaient été prévus. Du temps de la « grande modération », les forces qui se sont mises en œuvre dans la zone euro ont été en effet celles du rattrapage par la dette, en prenant avantage de la fantastique impulsion donnée par la baisse des taux d'intérêt en zone euro, taux qui venaient d'Allemagne.

Ainsi, au lieu de mener une politique lente de croissance endogène (formation, innovation, croissance des entreprises, réseaux...), le choc monétaire de la baisse des taux a alimenté une croissance par la bulle immobilière en Grèce, Espagne, Portugal et Irlande, en y fragilisant les structures bancaires, sans que cela soit perceptible (au début). En même temps, la dynamique concurrentielle a renforcé le site industriel allemand (économies d'échelle, pacte social fort autour de PME patrimoniales puissantes, bonne utilisation de l'espace productif européen...). L'économie européenne va ainsi plus vite en se différenciant et, en réalité, en se fragilisant. Une partie est plus industrielle même endettée, l'autre plus immobilière et plus endettée encore. Qui résistera le mieux à un choc de croissance ? À un choc de désendettement ?

LES OUTILS DE DÉSENDETTEMENT NE SONT PAS NEUTRES

Quand la crise de désendettement se manifeste, à partir de mi-2007, les économies s'adaptent les unes après les autres, utilisant leurs outils – autrement dit leurs avantages relatifs. Les États-Unis s'ajustent les premiers au détriment souhaité de la Chine qui résiste, puis des autres pays émergents qui rencontrent davantage de problèmes, puis de la zone euro qui clôt la marche. La plus faible, elle bute sur les problèmes les plus graves avec les préparations les plus faibles et les moyens de riposte les plus réduits. Elle est soumise à des chocs extrêmement violents qui poussent à des ajustements monétaires et fiscaux combinant aides et exigences. Mais, cela ne suffit pas, non seulement parce que les chocs sont violents et les capacités de réaction sont faibles, mais surtout parce que la base productive ne peut réagir suffisamment. La rigueur est d'autant plus forte que les capacités de croissance sont plus réduites.

Nous voilà donc au bord d'une crise déflationniste. Bien sûr nous y sommes poussés par les autres, États-Unis en tête, mais aussi reconnaissons que nous ne sommes pas assez préparés à réagir, et surtout que nous n'avons pas préparé la bonne croissance.

PLACE À LA NOUVELLE CROISSANCE

Tout le monde parle de croissance, mais sans y mettre le même contenu. La croissance par la demande interne en zone euro est évidemment exclue dans les pays en déficit extérieur, elle est seulement possible en Allemagne, ce qui implique des hausses de salaire dans ce pays, avec l'acceptation d'une hausse temporaire de l'inflation. La croissance par l'offre est, elle, au menu de tous les pays de la zone euro, mais elle se facilite et ne se décrète pas.

Elle se facilite par les politiques d'offre, qui consistent à libéraliser les marchés du travail et des biens, sachant que ce sont les entrepreneurs qui auront à transformer ces possibilités en réalités. C'est dans ce contexte et pour aider que des politiques de soutien peuvent être envisagées, avec des politiques favorables aux innovations, aux PME, aux travaux d'infrastructures qui permettront de renforcer les échanges dans le monde numérique...

Mais on voit que cela n'est pas immédiat et doit entrer dans une logique d'ensemble, aussi européenne que possible. C'est donc une stratégie à mettre en œuvre et à expliquer, une stratégie économique, financière,

sociale, autrement dit politique qui doit conduire à une zone euro plus fédérale. C'est cela, la nouvelle convergence à mettre en place.

La crise de surendettement conduit à une phase longue de désendettement, propice à son tour aux crises. Ces crises viennent d'une non-coordination, la tendance des acteurs consistant à agir de manière égoïste. Ces jeux non coopératifs conduisent à leur tour à accentuer la crise, en renforçant les tensions entre acteurs. Cela doit mener donc la zone euro, sauf à prendre des risques considérables, à renforcer encore sa marche en avant. Elle n'a pas le choix si elle ne veut pas devenir encore plus « l'ajustement » des autres. En même temps, cette évolution doit tirer les leçons de la crise en cours, pour renforcer notre zone euro par des choix stratégiques plus réfléchis, en fonction de la tournure du monde, et dans sa structure de pouvoirs, pour la rendre plus efficace au service d'une stratégie mieux pensée. Il n'est que temps.

L'euro et le traité de Maastricht

CHRISTIAN SAINT-ÉTIENNE

Nous rappelons les erreurs initiales dans la négociation du traité de Maastricht qui sont à la source des problèmes de l'euro aujourd'hui. Mais les choix divergents de modèle économique entre le sud et le nord de la zone ont aggravé la crise.

LES ERREURS STRATÉGIQUES DU TRAITÉ DE MAASTRICHT

À la fin des années 1980, grâce aux réformes menées par Édouard Balladur en 1986-1987 (libéralisation de l'économie, forte baisse du déficit public) et au gouvernement raisonnable de Michel Rocard, de mai 1988 à mai 1991 (CSG, livre blanc sur les retraites, même si la dépense publique dérape), la croissance revient à un niveau élevé (hausse moyenne de 3,5 % en 1988-1990).

Lors de la chute du mur de Berlin, le 9 novembre 1989, la France apparaît solide alors que l'Allemagne se cherche. En contrepartie de la réunification allemande qui intervient sur le plan monétaire dès le 1^{er} juillet 1990, avant même l'union politique du 3 octobre 1990, François Mitterrand exige que l'Allemagne consolide son ancrage européen avec la mise en place d'une union économique et monétaire.

Un débat intense d'opportunité politique et de stratégie économique s'engage alors entre la France et l'Allemagne. Parce que la France semble solide et que l'Allemagne ne veut pas partager son pouvoir monétaire avec les pays du sud de l'Europe dont l'économie lui paraît fragile et la gestion publique inconséquente, la Bundesbank fait tout pour que l'union monétaire se fasse à cinq : Allemagne, France et les trois pays du Benelux. Mitterrand refuse en ne voulant pas laisser l'Italie hors de la construction monétaire. C'est ainsi que les Allemands ne consentirent, lors de la négociation du traité de Maastricht en décembre 1991, à l'union monétaire potentiellement

ouverte aux douze membres de l'Union à ce moment-là, qu'en contrepartie de critères stricts.

Trois erreurs majeures, qui hantent l'Europe depuis, sont alors commises à Maastricht.

- D'abord on crée une union monétaire potentiellement ouverte à tous les pays qui entreront ensuite dans l'Europe, semant ainsi les graines des crises monétaires futures lorsque des pays ayant des économies faibles, devenus membres de l'Union européenne, prétendront entrer dans la zone euro.
- Ensuite, on permet à deux pays membres de l'Europe des douze (Royaume-Uni et Danemark) de ne pas entrer dans l'union monétaire tout en exerçant la plénitude de leurs droits au sein de l'Union.
- Enfin et surtout, on entérine le fait que le principe fondateur de l'Union sera la concurrence fiscale et sociale, car les décisions dans ces domaines sont expressément exclues des décisions prises à la majorité qui doivent devenir la norme de la prise de décision au sein du Conseil des ministres européens. En conséquence, les questions fiscales et sociales doivent être expressément décidées à l'unanimité, ce qui donne un pouvoir de veto même au plus petit État membre. L'Irlande mène une politique de concurrence fiscale violente avec un taux d'impôt sur les sociétés (IS) à 12,5 %, un comportement qui officialise le droit des pays membres de l'Union à se conduire en prédateurs de la valeur ajoutée économique produite dans les autres États. L'Irlande obtiendra même de conserver ce taux d'IS prédateur lorsque l'Union lui apportera 85 milliards d'euros d'aides en novembre 2010. Les trois pays entrés dans l'Union en 1973 (Royaume-Uni, Danemark, Irlande), lors du premier élargissement de la Communauté européenne, ne respecteront jamais l'esprit originel de la Communauté imaginé en 1957 pour éviter la répétition des guerres qui ensanglantent le continent depuis trois siècles. Ce sera pire lors du grand élargissement de mai 2004 qui fera entrer dix pays dans ce qu'ils vont considérer être un « supermarché aux subventions » où l'on se sert sur l'étagère, sans avoir d'obligations en retour. Deux nouveaux pays porteront ensuite l'Union à 27 membres dont les deux tiers sont désormais acquis aux « bienfaits » de la concurrence fiscale et sociale avec la bénédiction des institutions européennes.

Il est essentiel de bien comprendre ce qui s'est passé à Maastricht. Sous l'apparence d'un renforcement des souverainetés partagées, s'est effective-

ment mise en place une Europe des égoïsmes et de la prédation fondée sur l'affirmation du principe de concurrence fiscale et sociale entre les peuples européens. On peut parler de prédation, car le pays membre de l'Union ayant les impôts les plus faibles ou les réglementations les moins contraignantes attirera toujours les capitaux et les individus talentueux qui sont extrêmement mobiles. Ce principe de concurrence est continuellement proclamé dans le texte du traité de Maastricht intégralement repris dans le traité de Lisbonne de 2007, entré en vigueur le 1^{er} décembre 2009. Tous ces traités entérinent également le refus d'un gouvernement économique de la zone euro alors même que les pays membres de la zone prétendent partager la même monnaie. Les crises de 2010 et 2011 et celles qui nous attendent étaient programmées dès la négociation du traité de Maastricht en décembre 1991. Or, ce traité a été négocié par un président et un gouvernement français socialistes tandis que Jacques Delors était président de la Commission européenne. Ce rappel ne vise qu'à montrer, au-delà des discours et des postures, la réalité de la complexité et des contradictions du monde dans lequel nous vivons et l'ampleur des trous de mémoire de nombreux acteurs contemporains.

Insistons sur la distinction essentielle entre la concurrence par les normes et la concurrence sur les marchés. La concurrence sur les marchés de biens et services oblige les acteurs économiques à œuvrer dans une économie aussi transparente que possible afin que les consommateurs paient le juste prix. La concurrence par les normes fiscales et sociales instaure la prédation comme principe supérieur d'organisation des sociétés humaines. C'est ainsi qu'aux États-Unis la concurrence sur les marchés est encouragée comme principe fondamental d'action collective, tandis que la concurrence par les normes fiscales et sociales est tellement encadrée qu'en réalité les principaux impôts et systèmes sociaux sont fédéraux.

Il faut rappeler que la philosophie politique libérale condamne la concurrence fiscale et sociale entre membres d'une union politique, ce qui explique son rejet par les États-Unis. En effet, la philosophie politique libérale, construite par Hobbes, Locke et Montesquieu, pose que l'État de droit rend possible le fonctionnement de la démocratie représentative : il préserve les libertés fondamentales, qu'elles soient politiques ou économiques, et instaure un droit de la concurrence qui vise à la transparence des marchés. Mais la philosophie politique libérale s'oppose à la concurrence par les normes, car cette dernière sape les fondements de l'État de droit. L'État de droit s'appuie sur l'égalité des conditions et des obligations de chacun,

compte tenu des règles de droit et de comportement qui s'appliquent à tous. Si les règles sont mouvantes, on ne peut construire une société politique au sein de laquelle peut s'exprimer et débattre le peuple.

Notons également qu'il ne faut pas confondre le libéralisme politique issu des Lumières, qui pose que l'état de nature est un état sauvage qui est ordonné par l'État de droit mis en œuvre par l'État régalien, et le libéralisme économique qui pose que l'État de nature obéit à un ordre spontané qui ne peut être que déséquilibré par l'intervention de l'État. C'est le libéralisme politique qui a inventé les notions d'État de droit et d'État régalien, ce dernier étant séparé du pouvoir absolu en ce qu'il obéit à l'État de droit. De ce point de vue, le marxisme qui donne le pouvoir absolu à l'avant-garde du peuple, et le libéralisme économique, que je préfère appeler « marchéisme », qui donne le pouvoir au marché, sont intellectuellement proches par le poids donné à des déterminismes qui nous domineraient, même s'ils sont philosophiquement opposés sur la notion de liberté individuelle.

Comment l'Union européenne, qui n'existe que par l'État de droit européen, a-t-elle pu inscrire dans ses textes fondamentaux le primat de la concurrence par les normes fiscales et sociales ? Pour deux raisons de nature très différente.

- D'une part, la Commission européenne comme la Cour de justice et le Parlement ont intérêt, pour augmenter leur propre pouvoir, à affaiblir les États membres, ce que favorise la concurrence par les normes. C'est le moyen le plus efficace pour casser les États de droit nationaux et briser les espaces de décision des peuples. Ce ne serait pas un problème si apparaissaient une société et un peuple européens. Mais, dans le même temps, une majorité d'États et de peuples refusent de se fondre dans un tel magma. L'Union européenne est aujourd'hui un piège mortel pour les nations et les peuples alors qu'aucun avenir commun de substitution ne semble envisageable. Les conditions d'une déflagration politique colossale sont aujourd'hui en place en Europe.
- D'autre part, et de façon historiquement tragique, le traité de Maastricht est le fruit d'un marché de dupes : trois grands acteurs poursuivaient des objectifs mutuellement incompatibles et ont pu les faire inscrire dans le traité en raison des circonstances. L'Allemagne était acculée à partager son pouvoir monétaire avec tous les pays de la Communauté européenne, ce dont elle ne voulait pas ; elle obtint que la monnaie créée fût artificielle, c'est-à-dire sans gouvernement économique et sans budget

fédéral de la zone euro. Le Royaume-Uni ne voulait pas de l'émergence d'une Europe politique et obtint avec le Danemark de pouvoir s'en abstraire. La France avait besoin du Royaume-Uni pour imposer à l'Allemagne un partage de son pouvoir monétaire et consentit à l'affirmation, dans les traités européens qui régissent l'Union depuis, du primat de la concurrence par les normes fiscales et sociales, vraisemblablement sans comprendre les implications de ce primat. Ou bien, si les responsables français ont compris ce qu'ils faisaient, une telle incurie relèverait du tribunal de l'histoire.

Finalement, seul le Royaume-Uni a gagné sur tous les fronts. Par le primat, désormais constitutionnalisé par les traités européens, de la concurrence par les normes fiscales et sociales, il a semé les graines de la fin de l'Europe politique et peut-être de l'Union tout court. En effet, le pays membre de l'Union ayant les impôts les plus faibles ou les réglementations les moins contraignantes attirera toujours les capitaux et les individus talentueux qui sont extrêmement mobiles. En imposant la concurrence fiscale et sociale dans les faits, le Royaume-Uni affaiblit l'État ayant la fiscalité la plus lourde et les règles sociales les plus contraignantes : la France. En restant hors de la zone euro et dans l'Union politique, le Royaume-Uni contrôle le fonctionnement de l'Union et peut bloquer toute hausse du budget de l'Union, au grand dam de la Commission et du Parlement européen qui ont sacrifié les peuples européens en croyant augmenter leur médiocre pouvoir bureaucratique.

L'Allemagne a préservé l'essentiel. Elle ne s'est pas engagée budgétairement et conserve l'option de sortir de la zone euro si on lui demandait une participation financière insupportable pour maintenir une union monétaire dont elle ne voulait pas.

La France est la « grande cocue de Maastricht ». Elle y a perdu son indépendance économique, en acceptant de transférer tous les leviers de politique économique au niveau européen (politique monétaire, politique budgétaire et politique de change). Elle a instauré le primat de la concurrence par les normes fiscales et sociales, dont elle ne peut espérer se défaire, et qui la mine dans ses fondements politiques, économiques et sociaux. Elle n'a pas obtenu de l'Allemagne un gouvernement économique et un budget fédéral de la zone euro qui donneraient sa réalité et son intérêt à l'union monétaire. Le traité de Maastricht est la plus grande erreur de politique stratégique de la France depuis la défaite de 1940. Mais, contrairement à Chevènement qui pense que Mitterrand a fait un choix réfléchi à Maastricht pour « exécuter » la vieille nation française, je pense que Mitterrand n'a pas compris ce qu'il faisait.

Il faut bien comprendre la nature profonde de l'erreur de Maastricht. Elle est philosophique et stratégique. Elle relève d'abord de la philosophie politique en ce que sacraliser la concurrence fiscale et sociale dans un ensemble politique prétendument construit sur le partage des souverainetés, c'est à la fois saper les fondements des États de droit des États membres de l'Union européenne et plus encore miner les fondements de la démocratie libérale représentative qui ne fonctionne que dans un jeu de normes et de règles qui s'appliquent à tous. L'erreur de Maastricht est également stratégique en ce qu'une monnaie unique impose que tous les États membres de l'union monétaire marchent au rythme du pays le plus compétitif, surtout en l'absence d'un mécanisme de redistribution au sein de l'Union. Contrairement aux États-Unis qui bénéficient d'un puissant mécanisme de redistribution par le budget fédéral, la zone euro n'a pas de budget propre. De ce point de vue, il est incontournable de ne pas confondre le budget de l'Union européenne, qui n'est que de 1,1 % du PIB de l'Union, et un éventuel budget fédéral de la zone euro qui devrait être d'au moins 7 % à 8 % du PIB de la zone euro, soit un tiers du budget fédéral américain, afin que s'opèrent des redistributions significatives entre pays membres de la zone euro en fonction des évolutions de la conjoncture dans chacun des pays. Nous savons que la zone euro n'a jamais évoqué ne serait-ce que l'idée d'un budget propre à la zone, car non seulement ce n'était pas dans le traité de Maastricht, mais les Allemands ont toujours exclu une telle évolution.

Donc, en l'absence de tout mécanisme de redistribution au sein de la zone euro, et sous la contrainte de la concurrence fiscale et sociale, la France ne pouvait signer le traité de Maastricht qu'en s'engageant dans une politique durable de compétitivité productive et de rigueur budgétaire inflexible. Or, pratiquement dès la signature du traité en 1992, et plus encore à partir de 1997-1998, nous avons fait précisément l'inverse en multipliant les mesures de contrainte du système productif (alourdissement des impôts et des charges, étranglement réglementaire, stigmatisation des chefs d'entreprise) et en laissant dériver la dépense publique de façon massive, comme il apparaîtra dans les pages suivantes.

LA CRISE DE LA ZONE EURO

La crise de la zone euro n'en finit pas de distiller son parfum de fin de monde. À chaque jour sa mauvaise nouvelle : girations des marchés, divagations des politiques, souffrances des peuples abandonnés. Pour quelle

issue ? On sait que les pays faibles ne peuvent pas sortir de la zone euro, car leur dette extérieure serait réévaluée du montant de la dévaluation de leur nouvelle devise tandis que les taux d'intérêt sur leur dette augmenteraient fortement. Seuls les pays forts peuvent sortir, car leur nouvelle devise se réévaluerait. Mais ces derniers n'ont pas intérêt à sortir tant que les dettes publiques de la France, de l'Italie et de l'Espagne ne sont pas simultanément attaquées. En attendant cette attaque, deux thèses s'affrontent sur l'euro.

Certains pensent que la mise en place d'un Mécanisme européen de stabilité (MES), au 1^{er} juillet 2012, pour remplacer l'actuel Fonds européen de stabilité financière de 440 milliards d'euros, et la réforme du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) pour le rendre plus contraignant, avec un « pacte pour l'euro plus » comprenant des réformes de compétitivité, vont suffire à pérenniser la zone euro telle qu'elle est. D'autres pensent que la stagnation actuellement imposée aux pays du sud de la zone rend impossible un retour à la croissance qui permettrait seul de rembourser les dettes. Or, malheureusement, les niveaux d'excédents budgétaires primaires (avant paiement des intérêts) nécessaires pour que la Grèce ou le Portugal puissent se rétablir sont inatteignables. L'Espagne est proche de cette situation d'impossibilité.

Quel est le problème fondamental de la zone euro ? C'est une zone aujourd'hui cassée en deux. Non seulement la zone euro n'est pas une zone monétaire optimale, mais elle n'est pas dotée d'un gouvernement économique avec un budget fédéral opérant des transferts automatiques entre les pays en bonne santé et les autres, ainsi que ce mécanisme fonctionne aux États-Unis grâce au puissant budget fédéral américain. De plus, et surtout, la zone a divergé avec deux groupes de pays : le premier groupe, centré autour de l'Allemagne, a choisi il y a douze ans un modèle de développement économique, fondé sur l'industrie et l'exportation, qui produit des excédents extérieurs de 4 % du PIB, tandis que le second groupe, centré sur la France, l'Italie et l'Espagne, a choisi un modèle, fondé sur la consommation et les loisirs, qui donne des déficits extérieurs compris entre 2 % et 4 % du PIB. En France, qui plus est, la consommation est tirée par une dépense publique financée par le déficit, c'est-à-dire l'emprunt. Le point clé est que la moitié des excédents de la zone nord se fait au détriment de la zone sud. Or l'approche officielle pour traiter les déséquilibres de la zone euro consiste à demander à la zone sud d'adopter le modèle exportateur de la zone nord. C'est évidemment un projet dément, alors même que l'euro s'établit autour de 1,4 dollar et que la zone sud n'est plus compétitive

au-delà de 1,15 dollar. Supposons néanmoins que la zone sud parvienne à se réindustrialiser. Non seulement se fermeraient les marchés actuels de la zone nord, mais l'ensemble de la zone serait fortement exportateur, ce qui exigerait, avec une Asie également excédentaire, des déficits extérieurs croissants des États-Unis qui accentueraient la chute du dollar. Il y a donc une impossibilité technique à réussir la mise en œuvre de l'approche des autorités officielles de la zone euro.

Que faire ? Soit on rétablit une flexibilité du change entre la zone nord et la zone sud, par la sortie de la zone des pays du nord, soit on prolonge l'agonie des pays du sud, car la crise de l'euro a provoqué le retour de la contrainte extérieure : les pays durablement déficitaires vont s'écraser sur le mur de la dette. On imagine bien que les pays du nord ne sortiront pas avant une crise grave des grands pays du sud se tournant vers le nord pour demander 2 000 à 2 500 milliards d'euros d'aides, ce qui va nécessairement arriver. Pour éviter l'agonie du sud, il faudrait se résoudre à une fédéralisation partielle de la zone. Celle-ci pourrait inclure l'Allemagne, le Benelux et l'Autriche, la France, l'Italie, l'Espagne et le Portugal. Naîtrait instantanément la deuxième puissance économique du monde. L'Europe reviendrait sur l'échiquier politique mondial et pourrait aborder plus sereinement les crises géopolitiques en préparation. Mais l'on sait que la probabilité de cette occurrence, pourtant hautement souhaitable, est aujourd'hui quasi nulle.

Précisons quelques ordres de grandeur qui permettront aux lecteurs de se repérer dans les développements futurs de la crise européenne. Deux solutions rationnelles s'offrent à nous : soit la création d'une fédération de pays quittant ensemble la zone euro – qui a ma préférence –, soit une division en deux de la zone.

La fédéralisation de la zone s'opérerait à douze pays (Allemagne, France, Italie, Espagne, Autriche, Pays-Bas, Belgique, Portugal, Luxembourg, Slovaquie, Malte), soit un ensemble politique homogène de pays s'accordant sur des règles fiscales et sociales minimales et décidant de mettre en place un budget fédéral, qui serait au départ de 2 % à 3 % du PIB de la fédération, finançant des infrastructures communes et des éléments de défense commune. Les cinq pays non retenus¹, ne représentant que 6 % du PIB de la zone, sont soit des pays qui bénéficieraient du décrochage de l'euro par rapport au nouvel euro fédéral, soit des pays ayant des comportements notoirement non coopératifs au sein de l'Europe. Cette fédération euro-

1. Grèce, Chypre, Finlande, Irlande et Estonie.

péenne aurait un excédent de sa balance courante et un ratio de dette sur PIB de 85 %. Son déficit public serait inférieur à 4 % du PIB en 2011, soit moitié moins qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni, et tendrait vers 2 % du PIB en 2013. Un programme ambitieux d'infrastructures communes compenserait les effets récessifs de la consolidation budgétaire dans les pays du sud. En sortant de la zone euro et en s'accordant sur un traité fédéral de coopération en dehors de l'Union européenne, ces pays échapperaient à la tutelle d'une bureaucratie européenne inepte et aux conséquences désastreuses du traité de Maastricht, le primat de la concurrence fiscale et sociale étant brisé au sein de la fédération à 12 pays qui serait en mesure d'y mettre fin au sein de l'Union européenne à 27 pays. Cette fédération, qui rassemblerait essentiellement la France et les pays de l'ancien Empire romain-germanique, serait l'amorce d'États-Unis d'Europe au sein d'une Union européenne qui pourrait alors s'élargir massivement à l'est et au sud. Cette fédération, qui serait instantanément la deuxième puissance économique du monde, deviendrait un acteur stratégique mondial en mesure de stabiliser la situation géopolitique internationale. Cette solution est totalement cohérente sur le triple plan économique, politique et stratégique. Mais nous savons qu'elle a une très faible chance de naître. Ce n'est pas une raison pour oublier qu'il existe une sortie par le haut de la crise européenne.

L'autre solution est une sortie de la zone euro des huit pays ayant un excédent de balance courante en 2011 pour former une zone nord de l'euro : Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Belgique, Finlande, Estonie, Irlande et Luxembourg. Resterait dans la zone euro les neuf pays ayant une balance courante déficitaire ou des liens forts avec les pays déficitaires : France, Italie, Espagne, Portugal, Slovénie, Slovaquie, Chypre, Malte et Grèce. L'euro nord s'apprécierait significativement par rapport à l'euro sud et pourrait être stabilisé à 1,25 euro sud dans un premier temps, les pays de la zone sud devant significativement renforcer leur ajustement budgétaire. Au moment de la séparation, la zone nord représenterait 39 % de la population et 45 % du PIB de la zone euro, et aurait un excédent de sa balance courante de 4,4 % de son PIB et, corrélativement, la zone sud représenterait 61 % de la population et 55 % du PIB de la zone euro et aurait un déficit de sa balance courante de 3,5 % de son PIB (chiffres 2011). On ne sera pas surpris de constater que la part de l'industrie dans le PIB atteint 20,5 % dans la zone nord et seulement 15,5 % dans la zone sud, attestant du lien très fort entre puissance industrielle et situation des comptes extérieurs. Cette seconde solution n'a pas ma préférence, car elle est essentiellement technique et n'apporte que

peu de bienfaits politiques et stratégiques, ces derniers dépendant de la capacité de la France et de l'Allemagne à nouer un partenariat stratégique solide. Néanmoins cette solution serait efficace, y compris du point de vue des intérêts français. Si la France opère au moment de la cassure un ajustement budgétaire significatif et s'assure que la banque centrale de la zone sud, installée à Paris, conduit une politique anti-inflationniste raisonnable, elle deviendrait le leader de cette zone. La dévaluation de l'euro sud serait suffisante pour relancer fortement nos exportations dans le contexte d'une politique, exposée au chapitre suivant, favorisant l'essor de nos entreprises. Si la situation politique continuait de se dégrader en Grèce et à Chypre, les sept autres pays de la zone sud pourraient quitter la zone sud et créer un euro latin dans le cadre d'une confédération politique leur permettant de préserver leurs intérêts économiques et politiques. La forte chute de l'euro sud, alors monnaie de la Grèce et de Chypre, permettrait de régler élégamment la crise de la dette grecque. Ces scénarios ne seraient pas modifiés si la Slovaquie et la Slovénie préféraient intégrer la zone nord au moment de la division de la zone euro entre nord et sud. La confédération latine n'en serait que politiquement plus cohérente.

Comment va se résoudre la crise de la zone euro dans les trimestres à venir ?

Il est essentiel de comprendre les enjeux pour prendre les bonnes décisions.

Monnaie, à la recherche du temps perdu...

HUBERT RODARIE

Le mot monnaie est un peu mystérieux aux yeux de nos contemporains. Est-ce seulement un synonyme d'argent ?

L'argent est le sujet de beaucoup de réflexions. Mauvais maître et bon serviteur, dit-on, il recouvre des réalités très diverses et très communes. Les deux principales qui viennent rapidement à l'esprit sont la réserve de valeur, mais aussi l'unité de mesure de la valeur de biens matériels ou immatériels, et qui devient parfois le support de l'échange.

La monnaie, elle, a une acception très différente selon le contexte. Au quotidien, elle désigne les plus faibles fractions de l'argent, la petite monnaie. Mais également, à l'opposé, c'est le vocable qu'utilisent les économistes pour désigner la totalité des moyens de paiement disponibles pour les différents agents économiques dans une zone monétaire.

Si la monnaie présente un caractère plus construit et constitue le support de l'argent, nous voudrions montrer que, parmi les raisons les plus profondes de la crise que nous traversons, ces deux réalités dysfonctionnent sous l'emprise d'une volonté implicite de négation du temps. Et pourtant, le temps est au cœur de l'existence du monde et des vies. Tout est soumis au temps.

ARGENT ET TEMPS : REFLETS D'UNE MÊME RÉALITÉ ?

Tout d'abord, on remarquera que les deux aspects de l'argent cités plus haut sont deux expressions d'une même caractéristique. L'argent permet de se dégager de la contrainte du temps pour organiser ses échanges avec d'autres agents économiques. Il donne aux individus le moyen d'échanger des biens de façon désynchronisée. Sans argent, l'échange ne peut se faire que sous la forme du troc qui oblige à une confrontation immédiate entre des biens matériels. En conséquence, de façon un peu paradoxale, nous pourrions introduire l'idée que l'argent est aussi un support matériel de la mémoire d'événements passés. Et ce support est complexe et riche, car il a de multiples entrées.

Ainsi, ce peut être tout à la fois le souvenir d'un bien autrefois possédé, car celui qui a conservé sous forme d'argent le produit d'une vente se souvient du bien cédé, mais aussi d'une de ses propres décisions et d'un acte d'échange réalisé dans le passé et peut-être aussi du vendeur. De la même façon, pour le salarié, le versement du salaire mensuel est non seulement la mémoire du mois au travail, mais aussi de l'œuvre accomplie pendant cette période.

Si donc, dans certains cas, l'usage de l'argent permet de desserrer la contrainte temporelle, le temps et l'argent seraient-ils alors des réalités si proches, aux caractéristiques analogues, qu'ils agiraient de façon quasi identique sur les comportements humains ? Et c'est effectivement ce que l'on peut facilement constater. L'adage populaire souvent utilisé dit que le temps c'est de l'argent. L'inverse peut être vrai tant les qualités de l'un sont aussi celles de l'autre. On peut en citer quelques-uns.

Ainsi l'argent, comme le temps, est un révélateur. Il n'y pas de meilleur test pour évaluer la qualité des relations humaines que leur capacité à résister à l'usure du temps ou à un intérêt financier. De même, les engagements pris par chacun, qu'ils soient oraux ou formalisés contractuellement, subissent les effets du temps ou de l'argent. Tous, nous avons fait l'expérience de l'une ou l'autre de ces épreuves de vérité.

L'argent et le temps sont également tous deux des lieux où l'homme peut exercer sa liberté. Dans le temps, mais aussi par l'argent, il peut établir une relation avec ses semblables, agir, investir ou créer. Ou, au contraire, il peut rompre, détruire, ou asservir.

Dans le même ordre d'idée, par l'argent ou par le temps la personne humaine peut se donner à fond dans une œuvre, dans une mission dans laquelle elle peut se réaliser pleinement. Aussi, comme pour le temps, la plénitude de l'argent n'est-elle pas dans le don ? Comme la vie reçue et vécue dans le don, l'argent possédé, mais donné, a valeur d'éternité. Tous deux, alors, constituent des trésors qui résistent au passage du temps.

Il est facile d'illustrer ce que nous venons d'exprimer.

De qui se souvient-on en général dans une communauté quelconque, ville, pays ou entreprise, sinon de ceux que l'on appellera les héros, c'est-à-dire ceux qui ont été capables de sacrifier de façon physique ou symbolique leurs vies, qui sont leur « capital-temps » au bénéfice de cette communauté ? Et, de fait, leur souvenir demeure dans les mémoires de ceux qui font partie de cette communauté qui a bénéficié en son temps de ce don particulier. De la même façon, les riches personnages donnent souvent une partie de leur fortune pour que leurs cités fassent mémoire d'eux. Qui se souviendrait du chancelier Nicolas Rolin et de son épouse Guigone de Salins s'ils n'avaient pas établi par le don de leur fortune, et de façon intelligente, les hospices de Beaune ?

TEMPS ET ARGENT : UNE RUPTURE CONTEMPORAINE

Or, aussi bien la science économique que les théories financières ont actuellement rompu leurs liaisons avec le temps.

La première, dans son acception néoclassique ou néokeynésienne la plus répandue, est marquée par l'équilibre walrassien¹. Celui-ci permet de mettre en relation les grands agrégats économiques en éliminant le temps². Il réduit de fait l'argent à sa seule caractéristique d'unité de mesure.

Les secondes, ce sont les théories financières élaborées à la suite de Fama, de Markovicz et de bien d'autres, pour gérer les engagements financiers (c'est-à-dire des promesses de paiement devant se réaliser dans le temps). Elles ont été diffusées depuis les années 1970 jusqu'à devenir dominantes, c'est-à-dire qu'elles sont au cœur des pratiques professionnelles et de la plupart des dispositifs institutionnels. Ces théories ont éliminé le temps en mettant au cœur de leurs hypothèses une représentation du futur, le temps

1. Ou de Léon Walras 1834-1910, modèle qui établit les relations entre prix, offres et demandes dans une économie.

2. Voir Jacques Sapir, *Les Trous noirs de la science économique*, Éd. Albin Michel.

à venir, comme continu et évoluant selon un mouvement brownien autour de grandes tendances. Elles ont imposé une vision déterministe, atemporelle, de la réalité où le marché dit la valeur. Celle-ci n'a plus de validité qu'instantanée, pas même temporaire. On peut montrer¹ que cela a pour conséquences, non seulement de changer profondément la nature des activités financières classiques, mais aussi de permettre d'en créer de nouvelles. Mais ce ne sont pas les seuls effets.

En effet, cette vision déterministe de l'économie valide aussi scientifiquement et politiquement une approche déstructurante des réalités sociales. Elle impose une anthropologie matérialiste et réductrice de l'homme, marquée par l'utilitarisme. Sa surreprésentation en tant qu'*Homo œconomicus* fait nier sa capacité à vivre des relations sociables durables non réductibles totalement à l'économique. Elle lui refuse aussi la liberté ultime de s'abstraire complètement de ses besoins matériels. Les Antigone et les héros n'ont pas leur place dans cette représentation des échanges. De même, en accentuant et en légitimant la possibilité de transformer en produits, objets de transactions financières, tous les engagements que peut prendre un individu, elle renforce le sentiment de déshumanisation ressenti à juste titre dans notre société soumise à cette financiarisation.

Loin d'apporter un progrès dans la maîtrise des phénomènes financiers, cette représentation particulière, où aucune rupture n'est vraiment appréciée comme réaliste, a fragilisé les systèmes économiques occidentaux en leur imposant ce que l'on pourrait appeler des lunettes roses sur les risques accumulés. Ce diagnostic a été bien établi depuis 2007. Tous les systèmes de mesure de risque et leur usage normalisé ont surestimé largement la solidité des engagements. Tous ensemble, les professionnels ont ainsi empilé ou laissé accumuler des dettes contractées par tous les agents économiques, individuellement et collectivement. Ce gonflement des encours s'est accompagné de la création de transactions de plus en plus sensibles, organisées au sein de quasi-oligopoles autovalidant des systèmes de valorisation de moins en moins maîtrisables.

D'une certaine façon, si on considère cette accumulation d'erreurs sur l'évaluation des engagements financiers, dettes et produits dérivés de toute nature qui ont été décrits et commentés depuis 2007, et si on prend en compte la fragilisation de tout le système qu'entraîne cette mise en évidence et la nécessité d'y remédier, il est tentant de dire que cette mesure du

1. Voir Hubert Rodarie, *Dettes et monnaies de singe*, Éd. Salvator, p. 118.

risque, particulière et reposant sur des concepts bien identifiés, est devenue par son institutionnalisation le talon d'Achille de la globalisation des trente dernières années. Sera-t-elle aussi celle du système libéral occidental comme la planification centralisée le fut du système soviétique ? L'avenir le dira.

Mais tout cela n'aurait pu se produire sans un dysfonctionnement de la monnaie.

MONNAIE ET TEMPS : LE DIVORCE

Monnaie, nous l'avons dit, ce mot désigne la quantité globale de moyens de paiement disponibles pour les transactions. Le point crucial est la maîtrise de sa fabrication. D'une situation historique où celle-ci était un bien réel, un métal précieux¹, on est passé à la monnaie fiduciaire, papier ou inscription en compte, c'est-à-dire dans un dispositif technique construit et accepté socialement où la monnaie n'est plus extraite des mines, mais créée par le crédit donné aux ou par les banques.

On retrouve alors, à la base, un engagement temporel. La confiance dans celui-ci fonde cette monnaie qui devient ainsi plus accessible. Il est donc logique que cette monnaie soit l'expression d'une communauté politique, nation ou association de nations, structurée par l'acceptation de règles communes.

Or, on peut montrer² que la crise est survenue en 2007 au terme d'une longue période de création monétaire, régulière, voire massive, à certaines périodes, et ce, depuis le début des années 1980. Cette création monétaire a dépassé des niveaux jamais observés. Elle a, certes, stimulé les économies, mais elle a, en contrepartie, créé une montagne de crédits qui constituent pour les uns des actifs financiers, mais pour les autres des dettes. En absence d'inflation, seule une crainte du niveau des dettes aurait pu faire intervenir les banques centrales. Mais avec la modélisation déterministe et optimiste du futur citée plus haut, elles ont pu être accumulées sans frein jusqu'à l'excès. Mais là n'est pas la seule atteinte au temps, car la mécanique de prêts a été accélérée par les effets pervers d'un système monétaire international qui a autorisé le blocage des ajustements inévitables entre les monnaies nationales pour maintenir à haut niveau les échanges entre pays.

1. De ce fait, une transaction conservait une forte attache au troc, biens contre métal.

2. *Ibid.* p. 71.

Cette mécanique, déjà présente dans les sources de la crise de 1929 et décrite par Jacques Rueff dès 1931, est l'expression parfaite d'un système qui ne supporte plus le cycle économique et ses effets pénibles mais nécessaires, car rééquilibrants. Là, me semble-t-il, se situe la véritable démesure du système actuel. C'est là, pour reprendre un mot récemment apparu dans les médias, la vraie *hubris* de l'organisation économique contemporaine.

Elle n'est pas le seul apanage de la finance ni le seul fait d'individus à dénoncer. Au cœur de ce que l'on appelle l'économie réelle, tout est bloqué par un refus unanime d'assumer les phases de pause ou de retournement qui doivent rythmer le temps vécu. L'exigence contemporaine du progrès continu est transposée dans celle de la croissance permanente. Or, comme le rappelle l'Éclésiaste : « Il y a un temps pour tout faire sous le ciel, un temps pour enfanter, un temps pour mourir, un temps pour tuer, un temps pour guérir. »

EN MATIÈRE DE CONCLUSION, ACHEVONS LE TITRE : MONNAIE,
À LA RECHERCHE DU TEMPS PERDU... POUR RETROUVER LA VALEUR,
ELLE AUSSI PERDUE

Temps, argent et monnaie, toutes ces réalités sont donc liées. Une autre est sous-jacente et fait la liaison, c'est la valeur. Nous avons cité plus haut la fonction classique de l'argent comme réserve de valeur. De façon intuitive, on pourrait soutenir que la relation entre temps et argent nécessite l'existence de la valeur. Qu'est-ce qu'une valeur, sinon ce qui se conserve malgré le temps, ou qui n'est que peu altéré par le passage du temps ? C'est donc ce qui va permettre de faire face au futur.

Il serait donc logique que la problématique de la valeur soit présente également au centre des dispositifs de création et de gestion de la monnaie.

Or, elle est la grande absente de la réflexion des experts monétaires depuis le tournant des années 1970. Après l'abandon de la référence à l'or en 1971 et l'adoption en 1976 du système des changes flottants, le monde est rentré, là aussi, officiellement dans une forme de relativisme économique qui a débouché sur ce que l'on pourrait qualifier d'agnosticisme en matière de valeur, où la forme l'a emporté sur le fond. Seul compte l'outil qui permet de mettre en relation les zones économiques.

Le système se concentre sur le signe monétaire et non sur ce qui en fait la valeur.

Ainsi, la représentation erronée du temps, qui a été diagnostiquée comme l'une des causes de la faiblesse du système financier actuel, se retrouve également dans le système monétaire. Cela illustre la très grande cohérence conceptuelle de tous les éléments du dispositif global, et leur dépendance forte à un nombre limité d'idées identifiables. Un tel constat donne l'espoir de pouvoir être en mesure un jour d'améliorer globalement le système par substitution de meilleurs concepts, mais en revanche il est clair que la résistance au changement n'en est que plus forte. C'est ce que nous vivons actuellement.

Mais au-delà de ces satisfactions de théoricien qui constate que le refus du temps, sinon cause, du moins accompagne logiquement l'absence de la valeur dans la construction actuelle de la monnaie, le plus grave c'est que ce déficit de pensée a favorisé, en pratique, une très dangereuse organisation des échanges économiques avec l'Asie, qui permet d'importer des biens réels aux États-Unis et en Europe en échange de ce que l'on finira bien par appeler de la monnaie de singe.

Voyage dans le temps qui se veut instructif autour des crises financières

JEAN-MARC DANIEL

Pour comprendre une crise financière, le premier moyen est de revenir à l'étymologie du mot finance. Finance signifie « arriver à la fin ». Il y a finance lorsque des engagements sont pris et en fin de compte honorés. En pratique, la définition de la finance par rapport à l'économie repose sur l'introduction du temps. La finance est la prise en compte du temps par les acteurs économiques. Une crise financière survient si, au moment où tout doit se dénouer, un des acteurs est dans l'incapacité de faire face et de fournir les sommes dues. La défaillance de l'un peut provoquer celle d'un autre et de proche en proche apparaît le *krach*.

Si le mot finance est *a priori* neutre, le mot *krach*, lui, est violent dans son contenu, mais aussi dans sa prononciation qui correspond assez bien à ce que l'on entend par crise. *Krach*, d'origine allemande, signifie bruit, boucan, et de manière métaphorique, catastrophe. Le terme apparaît lors de la crise financière européenne de 1873. Si on a recourt à un mot allemand, c'est parce que cette crise commence à Vienne en Autriche-Hongrie.

TPOLOGIE DES CRISES FINANCIÈRES

Avant 1873, la finance a, certes, connu nombre de soubresauts, mais 1873 installe une sorte de typologie des crises financières, un schéma qui va se répéter jusqu'à nos jours. La quintessence de la crise financière moderne tient en effet en une politique de crédit expansionniste, marquée par des taux d'intérêt bas, qui conduit au surendettement. Dans les années 1860, cette politique de bas taux d'intérêt essayait de contrecarrer les conséquences sur la croissance du choc charbonnier (augmentation très rapide du prix du charbon, on retrouvera cela un siècle plus tard avec le choc pétrolier...) et des doutes de plus en plus marqués sur l'évolution du mar-

ché immobilier. Progressivement, la vérité s'impose, la faillite des surendettés devient inévitable. En 1873, ces surendettés ont des actifs faits d'actions de compagnies de chemin de fer de moins en moins rentables et d'immeubles de moins en moins vendables. La chute des dominos commencée à Vienne s'achève en 1882 à Paris avec le *krach* de l'Union générale qui inspire à Zola son roman *L'Argent*.

Renchérissement de l'énergie, bulle immobilière, politique monétaire de fuite en avant qui débouche sur une augmentation du prix des actifs : voilà les ingrédients d'une crise financière...

SUBPRIMES...

Depuis 1873, les crises se sont succédé plus ou moins selon ce schéma. Le dernier avatar mondialisé de ce type de rupture aura été la crise des *subprimes* de 2007. À y regarder de près, personne ne sait encore vraiment ce que sont ces *subprimes*, mais on en a retenu le sentiment d'avoir à faire à quelque chose de maléfique créé par des mathématiciens devenus fous. Bref, le symbole de la finance éternelle, mélange d'irresponsabilité et de cupidité sans bornes conduisant certains à promettre ce qu'ils sont incapables de tenir. Comment expliquer en effet qu'un choc survenu en 2007 sur une partie assez réduite du marché hypothécaire américain se soit transformé en quelques semaines en une crise financière majeure affectant le marché international du crédit, des actions et des taux d'intérêt ? Le marché des *subprimes* ne représentait à l'été 2007 que 12 % du marché hypothécaire américain, soit 1 200 milliards de dollars. Sur ces 1 200 milliards, un défaut de 20 % des emprunteurs associé à un taux de recouvrement de 60 % (en cas de non-remboursement du prêt, les banques récupèrent les maisons hypothéquées et les revendent) devait entraîner une perte de 96 milliards. Ce chiffre correspondait à celui des provisions annoncées par l'ensemble des banques pour l'année 2008 (un peu plus de 120 milliards). Une telle perte était donc gérable et relativement anodine à l'échelle mondiale (une variation de 1 % de l'indice Dow Jones, dont la capitalisation boursière était en 2007 de 20 000 milliards de dollars, représente 200 milliards de dollars...). Que s'est-il donc passé pour que tout dégénère ?

Tout simplement un choc pétrolier récurrent et tendanciel depuis 1973, des bulles immobilières à répétition et une politique monétaire trop laxiste. Si bien qu'à partir des *subprimes*, nous avons assisté à une séquence

assez automatique qui a conduit à une révision à la baisse, en cascade, de l'appréciation de la valeur des patrimoines, révision nourrie de découvertes atterrées et de sinistres révélations sur la réalité des actifs bancaires, mais aussi de rumeurs, d'humeurs, de publication d'indicateurs économiques interprétés négativement, d'évaluations approximatives opérées notamment par les agences de notation...

Mais, puisque finalement de 1873 à nos jours tout semble devoir se répéter, n'y a-t-il donc aucune solution, cet enchaînement est-il fatal ?

AU COMMENCEMENT ÉTAIT LE SURENDETTEMENT PUBLIC

On pourrait se rassurer et dire non quand on sait que le premier agent économique à avoir été surendetté dans l'histoire est l'État et que des solutions ont été trouvées à ce surendettement public chronique.

En la matière, tout a vraiment commencé en août 1557. Philippe II est roi d'Espagne, le pays dominant de l'époque. Il l'est depuis qu'en 1556, son père Charles I^{er} a abdicé. Pour les Français, ce Charles I^{er} d'Espagne est connu sous le nom de Charles Quint. Au xvi^e siècle, la Belgique et le nord actuel de la France sont espagnols si bien que Saint-Quentin se trouve à la frontière entre la France et l'Espagne. Et Philippe II décide de s'en emparer. La bataille tourne à l'avantage des Espagnols au point que la voie vers Paris est libre. Les Espagnols pourtant s'arrêtent. En effet, le Trésor est vide et les soldes ne sont pas payées. Les généraux espagnols argumentent auprès de leurs troupes que le pillage de Paris sera bien plus lucratif que les soldes dues. Mais rien n'y fait : les soldats refusent d'aller plus loin, privant l'Espagne des bénéfices de sa victoire. Furieux, Philippe II décide de faire banqueroute : pas question de verser des intérêts à des banquiers qui au dernier moment ont refusé de faire la trésorerie de sa campagne militaire et ont gâché sa victoire. Ces banquiers avaient pourtant toujours fini par souscrire aux emprunts de son père. La raison en est que ce roi, très religieux, avait juré sur la Bible de ne pas faire banqueroute. Les titres de dette publique émis par l'Espagne s'appelaient de ce fait des *juros*. Quand Philippe II fait banqueroute à l'automne 1557, les créanciers lui rappellent cette promesse. Ils pointent du doigt le risque encouru par le roi pour ne pas avoir respecté le serment de la monarchie. Ils demandent même à être reçus par Charles toujours vivant, mais retiré dans un monastère. Ils évoquent le courroux céleste qui va s'abattre sur lui. Philosophe et souffrant, Charles

leur déclare qu'il va avoir bientôt l'occasion de vérifier en direct l'ampleur du mécontentement divin. De fait, il meurt le 21 septembre 1558...

En choisissant de jurer sur la Bible, Charles Quint avait donné à ses emprunts une crédibilité forte qui lui avait permis, ainsi qu'à son fils, d'atteindre des niveaux de dette largement supérieurs aux capacités fiscales de son gouvernement. La crédibilité est une arme ; il faut savoir en user, mais éviter d'en abuser, car elle s'érode.

Le plus sûr moyen d'éviter cette érosion est de créer une institution reconnue à même de se substituer concrètement, en cas de nécessité, au surendetté défaillant.

NOUS INVENTÂMES LA BANQUE CENTRALE

C'est ce qu'a fait le génie financier anglais. En 1688, commence la guerre de la ligue d'Augsbourg et nul ne soupçonne que cette guerre va entrer dans l'histoire sous le nom de guerre de Neuf Ans. En tout cas, Guillaume d'Orange l'ignore, lui qui en profite pour s'emparer du trône d'Angleterre au détriment de son beau-père, Jacques II. Mais comme la guerre s'éternise, ce qui devait arriver arrive : au bout de cinq ans, le Trésor britannique doit rendre grâce et Guillaume imiter Philippe II. Mais il comprend vite que l'allégement immédiat des dépenses du fait de l'annulation de la dette va rapidement se payer en augmentation des taux sur la nouvelle dette. D'où son constat que la pire chose qui puisse arriver, c'est la banqueroute. Il crée donc en 1694 un prêteur en dernier ressort, la Bank of England, dont la mission est de faire en sorte que la promesse de payer quoi qu'il arrive ait une réalité tangible. La Bank of England apparaît pour garantir à ceux qui détiennent de la dette anglaise qu'ils ne seront plus spoliés. Depuis, l'État anglais dont l'endettement était pourtant de 250 % du PIB en 1816 et de 300 % du PIB en 1946 n'a jamais fait défaut.

Il était temps de résoudre ce problème de dette publique, car, en cette charnière des XVII^e et XVIII^e siècles, des drames financiers se nouent toujours autour du surendettement de l'État. Le drame le plus célèbre est celui du scandale de la Compagnie des mers du Sud (South Sea Company). Cette société est créée en 1711 par Robert Harley qui occupe des fonctions que nous pourrions assimiler à celle de Premier ministre. L'objectif de l'opération est de réduire la dette publique. La Bank of England qui a été créée en 1694 est là pour assurer la trésorerie de l'État et la liquidité de la dette

publique. Il s'agit maintenant de passer à la phase suivante qui est celle de la réduction du stock de dettes. Pour cela, Harley propose d'échanger les titres de dette publique contre des actions de la nouvelle compagnie. Celle-ci fera des bénéfices, car elle aura le monopole du commerce avec l'Espagne et ses colonies. En 1711, l'Angleterre est en guerre... comme d'habitude, avec la France ! Objet du conflit : l'avenir de l'Espagne au travers du choix de son roi. Le candidat de la France est Philippe d'Anjou, petit-fils de Louis XIV, celui de l'Angleterre est Charles de Habsbourg. La paix signée à Utrecht en 1713 confirme la désignation de Philippe d'Anjou, mais dans des conditions telles que l'Angleterre peut espérer devenir un partenaire commercial privilégié de l'empire espagnol. Les actions de la compagnie se mettent à monter et, tout le monde souhaitant se défaire de ses titres de dette publique pour acheter des actions de la société, la machine s'emballle. En 1719, sur les 50 millions de livres sterling de dette publique anglaise, 12 millions sont entre les mains de la Compagnie qui a émis l'équivalent sous forme d'actions. En 1720, la spéculation est à son sommet. Tous ceux qui ont un peu de dette la vendent et se précipitent pour acheter des actions, non seulement de la Compagnie des mers du Sud, mais de tout un tas de sociétés qui apparaissent à vitesse grand V, sans vraiment prêter attention à la nature de ces sociétés. L'une de celles dont les actions montent le plus rapidement est une société qui se définit comme « destinée à promouvoir une entreprise extrêmement avantageuse, mais qui doit demeurer ignorée de tous ». Évidemment, derrière ce titre étrange se dissimule une banale escroquerie. Parmi les acheteurs enthousiastes, il y a Newton, le célèbre mathématicien. En juin 1720, inquiètes de voir proliférer des sociétés pour le moins suspectes, les autorités britanniques font adopter par le Parlement anglais une loi – le *Bubble Act* – qui exige que toute société faisant appel à l'épargne publique ait reçu un agrément royal. Cet acte marque un tournant dans la vie financière et lance l'habitude de parler de « bulle » (*bubble* en anglais) quand on parle d'emballlement des cours. En août 1720, le cours de l'action de la Compagnie des mers du sud atteint 1000 livres. C'est le sommet. Car le *Bubble Act* a déjà commencé à créer le doute et poussé certains à vendre les actions des sociétés les plus étranges. Simultanément, une information se met à circuler dans Londres : l'Espagne en fin de compte n'autorise l'entrée dans ses ports que d'un bateau anglais par an... Tout s'écroule et le cours redescend à 150 livres. Ruiné, Newton déclare, amer et désabusé : « Je sais calculer les mouvements des corps pesants, mais pas la folie des foules. » Folie qui les pousse à se surendetter !

En décembre 1720, c'est à Paris que la finance se distingue : John Law s'enfuit pour Venise. Ce personnage mythique a mené en France le même type d'opération, c'est-à-dire l'échange de la dette publique contre des actions d'une société commerciale d'État. John Law est né en 1671 à Edimbourg. Après une vie aventureuse et un duel meurtrier qui le conduit à s'exiler en France, il propose au Régent – qui a succédé à Louis XIV en 1715 à la tête de l'État – un système de réduction de la dette publique calqué sur ce qui se passe au Royaume-Uni. En 1716, il crée une banque générale qui émet du papier-monnaie en échange d'or. Il rachète en 1717 la Compagnie du Mississippi, société fondée en 1684 pour commercer avec la Louisiane, et propose l'échange de titres de dette publique contre des actions de cette compagnie. En 1720, la banque et la Compagnie fusionnent. Entre-temps, les actions de la Compagnie qui valaient 500 livres tournois en 1717 valent, à l'été 1720, 15 000 livres. Les événements de Londres viennent semer le doute chez les porteurs d'actions ; c'est la panique : l'action s'effondre pour revenir à 50 livres en janvier 1721. De cette histoire va subsister un lieu, la rue Quincampoix où se trouvaient les bureaux de John Law, même si les bâtiments eux-mêmes ont été rasés sous le Second Empire dans le cadre de la percée du boulevard de Sébastopol ; une littérature dont le texte le plus célèbre sera *Le Bossu*, roman écrit par Paul Féval ; une aversion réelle des Français du XVIII^e siècle pour le papier-monnaie, aversion que leur confirmera la gestion des assignats pendant la Révolution ; et la preuve de la nécessité de disposer d'une banque centrale, prêteuse en dernier ressort...

Cette nécessité est devenue une telle évidence qu'aujourd'hui il n'est pas de pays qui n'ait une banque centrale à sa disposition. Ayant ainsi normalement résolu le problème du surendettement public, comment régler celui du surendettement privé ?

... PUIS LE TOO « *BIG TO FAIL* »

La solution émerge clairement dans les années 1980. Pour se débarrasser de l'inflation, la Réserve fédérale américaine alors sous l'autorité de Paul Volcker mène une politique monétaire restrictive – les taux d'intérêt à court terme montent de 7,4 % en 1978, année précédant la nomination de Volcker, à 14 % en 1981. En juillet 1982, compte tenu de cette envolée des taux, le gouverneur de la Banque du Mexique déclare que son pays ne peut plus payer ses échéances. L'État mexicain est surendetté, notamment à cause du choc pétrolier. Normalement sa banque centrale est là pour lui prêter. Mais

il est endetté en dollars et sa banque centrale fabrique des pesos... Résultat, le Mexique ne peut faire face. La chute des dominos s'enclenche... En 1984, une des principales banques de Chicago, la Continental Illinois, qui détient un gros paquet de titres mexicains, est au tapis. Elle devrait faire faillite, ruinant ses actionnaires, mais aussi ses créanciers. Parmi ceux-ci, il y a les déposants, si bien que le fonds de garantie des dépôts des clients, créé sous Roosevelt, se prépare à mobiliser 4,5 milliards de dollars. C'est alors que la Réserve fédérale intervient. Volcker accepte de prêter à la Continental, *grosso modo* à hauteur de ses engagements mexicains.

La Continental Illinois ne fait donc pas faillite comme les États endettés dans leur monnaie ne font pas banqueroute ; et dans les deux cas grâce à la banque centrale. À ceux qui s'indignent de ce que la banque de Chicago échappe au dépôt de bilan, Volcker répond : « *Too big to fail.* » (« Trop gros pour faire faillite »). Expression qui va faire florès. Mais simultanément, aux dirigeants de la banque il précise : « Je sauve les banques, mais pas les banquiers. » Le monde des affaires a ses règles : celui qui se trompe et échoue dépose son bilan et perd ses fonds propres. La banque, entreprise commerciale originale, mais entreprise commerciale malgré tout, ne devrait pas échapper à cette règle. Certes, comme elle est un secteur sensible, les pouvoirs publics s'en mêlent pour lui éviter les sanctions habituelles d'une activité mal gérée. Ils sont néanmoins obligés de reconstituer un mécanisme par lequel les erreurs sont sanctionnées.

ET POURTANT, RETOUR À LA CASE DÉPART

Évitant la banqueroute de l'État et la faillite des banques, la banque centrale, prêteur en dernier ressort, est la clé de voûte du système.

Alors, pourquoi, malgré sa présence, encore des crises ?

Dans un article d'octobre 1998, Maurice Allais, le Prix Nobel français d'économie, écrivait à propos de la crise asiatique :

« De profondes similitudes apparaissent entre la crise mondiale d'aujourd'hui et la grande dépression de 1929-1934 : la création et la destruction de moyens de paiement par le système du crédit, le financement d'investissements à long terme avec des fonds empruntés à court terme, le développement d'un endettement gigantesque, une spéculation massive sur les actions et les monnaies, un système financier et monétaire fondamentalement instable. »

Maurice Allais nous le confirme : la crise consiste essentiellement dans l'excès d'endettement. La crise financière est la manifestation d'une dette excessive, c'est-à-dire d'une dette improductive.

Autrefois, l'agent économique surendetté était l'État. On a alors inventé une banque, la banque centrale, pour lui prêter quoi qu'il arrive. Seule condition : que son endettement soit dans la devise de la banque centrale pour que celle-ci puisse créer autant de monnaie que nécessaire pour absorber la dette émise. C'est l'image de la planche à billets qui efface les ardoises publiques.

Le surendettement générateur de crise est alors devenu celui du secteur privé. Lors de la crise de 1929, on a théorisé l'idée qu'il faut éviter les faillites en cascade du secteur privé en question et qu'il faut donc réduire une partie de ce surendettement en le basculant sur l'État. La dette publique en principe rachetée *in fine* par la banque centrale permet ainsi de réduire la dette privée. Cela s'appelle du keynésianisme et a fondé les politiques économiques jusqu'à la crise de 2009. C'est alors que se sont élevées des voix, notamment du côté de Berlin, pour clamer : « Si l'État a un prêteur automatique, qu'est-ce qui pourra le limiter dans ses débordements dépensiers ? »

Les crises de l'Ancien Régime avaient mis en place la banque centrale pour éviter la banqueroute ; la crise de 1929 puis celles qui ont suivi le choc pétrolier ont fait adopter le *too big to fail*, principe selon lequel la banque centrale, toujours elle, est là pour éviter les faillites bancaires. Apparaît alors l'impasse actuelle : on a demandé à la banque centrale de supprimer la notion de surendettement puisque c'est le surendettement qui provoque la crise. Mais, jusqu'où peut-elle aller ? C'est le débat de politique économique d'aujourd'hui, car la réponse à cette question tombe naturellement : jusqu'à l'inflation et même au-delà... Or cette réponse, à Berlin, à Tokyo, à Pékin, on ne veut pas l'entendre...

2012, ou la fin d'une époque

JEAN-LUC BUCHALET ET PIERRE SABATIER

Le monde se trouve à la croisée des chemins, et commence à en prendre conscience. Bien au-delà de la crise immobilière aux États-Unis (les *sub-primes*), l'année 2008 aura surtout marqué la fin d'un cycle long d'une trentaine d'années et caractérisé par une dérégulation continue et le gonflement de l'endettement des agents privés dans la plupart des pays industrialisés. Pourtant, il aura fallu attendre quatre années supplémentaires pour que la prise de conscience soit effective : avec l'approfondissement de la crise en Europe en 2011, économistes, politiques et populations ont compris que les choses ne seraient plus comme avant, durant quelques décennies au moins. Comment expliquer qu'une époque marquée par la plus impressionnante phase de croissance mondiale ait pu déboucher sur la plus sérieuse et profonde crise connue par les pays industrialisés depuis la grande dépression des années trente ?

UNE FUITE EN AVANT PERPÉTUELLE

Les trois dernières décennies se sont écoulées dans une position de déséquilibre stable plus que d'équilibre réel, façonnées par quelques grandes dates.

- ▶ La décision en 1980 de la Fed et de Paul Volcker, son président de l'époque, de faire du combat contre l'inflation la priorité de la politique monétaire aux États-Unis a marqué un tournant. Si le résultat en a été une double récession entre 1980 et 1982, cette évolution du rôle de la Fed a surtout autorisé le début du tassement d'une inflation galopante et avec elle celui des taux d'intérêt qui n'ont alors cessé de reculer durant trente ans pour atteindre des niveaux désormais proches de zéro. Ce faible coût du loyer de l'argent a permis la libération des esprits entrepreneurs, qui ont pu trouver aisément des crédits leur permettant de réaliser les investissements nécessaires au développement de leurs activités. Dans le même temps, l'arrivée au pouvoir de Ronald Reagan aux

États-Unis et de Margaret Thatcher au Royaume-Uni a marqué le début de la grande dérégulation, et avec elle le retour en grâce des secteurs financiers ainsi que l'influence grandissante des marchés sur les gouvernances des grandes entreprises.

- ▶ La chute du mur de Berlin en 1989, avec la disparition progressive du contre-pouvoir communiste, a accéléré le rythme de la plus grande phase de dérégulation jamais entreprise dans l'histoire économique et financière.
- ▶ L'avènement d'Internet et de la micro-informatique, véritable troisième révolution industrielle durant la seconde partie des années 1990, a offert aux entreprises occidentales des gains de productivité substantiels et bouleversé le rapport de force entre entreprises et salariés, au détriment de ces derniers.
- ▶ L'entrée de la Chine dans l'Organisation mondiale du commerce en 2001, obtenue sans contrepartie d'abandon de sa politique de protectionnisme monétaire, a provoqué la plus importante et la plus rapide redistribution des cartes de l'histoire en termes de commerce mondial, les parts de marché chinoises dans les exportations mondiales passant de 2 % en 2000 à 12 % aujourd'hui... Hormis l'Allemagne qui a réussi à maintenir son poids dans le commerce mondial, tous les grands pays industrialisés ont vu leurs parts de marché s'effondrer.
- ▶ L'accélération de la financiarisation des ménages occidentaux, à partir du début de l'année 2000 jusqu'en 2008, a compensé l'absence d'inflation salariale partout dans le monde et permis l'explosion des dépenses de consommation.

A posteriori, il paraît évident que cet enchaînement s'est apparenté à une fuite en avant visant à toujours repousser l'échéance d'une crise, nécessaire au retour à une véritable position d'équilibre. Vains efforts, puisqu'elle surviendra en 2008 avec la fin définitive du cycle porté par la hausse de l'endettement total de la plupart des pays industrialisés, et par une politique constante de dérégulation commerciale et financière.

UNE CONVERGENCE D'INTÉRÊTS PASSAGÈRE

Comment expliquer que les autorités occidentales aient laissé l'économie mondiale dériver à ce point sans réagir ? C'est que tous les acteurs ont profité ou cru profiter de cette dynamique sans s'interroger sur sa pérennité.

- ▶ Les entreprises ont vu leur rentabilité littéralement exploser grâce à la troisième révolution industrielle et aux gains de productivité associés, mais aussi aux délocalisations et à la mondialisation du marché de l'emploi non qualifié, ayant permis une compression des coûts de production.
- ▶ Les populations occidentales n'ont jamais autant consommé en dépit de l'absence d'inflation salariale, grâce à la forte baisse initiale du prix des biens manufacturés liée aux délocalisations et au gonflement excessif, mais non perçu comme tel, de leur endettement.
- ▶ Les autorités politiques se sont satisfaites du contentement des agents privés, leur permettant d'être réélus sans remise en question fondamentale du modèle de croissance dont elles ont hérité.
- ▶ Les pays émergents ont gagné des parts de marché au niveau mondial, s'assurant des taux de croissance impressionnants durant toute la période. Les pays producteurs de pétrole ont quant à eux engrangé un véritable trésor de guerre grâce au prix élevé de l'or noir.

L'expansion chinoise, aujourd'hui si décriée par l'Occident qui dénonce un vol de parts de marché est une bonne illustration de cette convergence d'intérêts ayant duré une dizaine d'années : les grands acteurs économiques et politiques mondiaux ont laissé entrer la Chine dans le jeu du commerce mondial au début des années 2000, l'estimant trop faible pour nuire sur le plan international. Pour quelles raisons ? Car cela permettait aux ménages occidentaux de payer moins cher leurs biens de consommation, aux entreprises de réaliser plus de profits donc aux actionnaires d'engranger plus de dividendes, et aux hommes politiques d'être réélus sans se préoccuper des déséquilibres associés. Une fuite en avant ? Sans aucun doute. Mais cet épisode est désormais révolu : partout dans le monde industrialisé, les ménages subissent les hausses de prix qui sévissent actuellement dans les pays émergents et ne supportent plus les pertes d'emplois liées aux délocalisations ; les entreprises souffrent de la hausse des prix de l'énergie et des matières premières qu'elles ne peuvent plus répercuter sur leur prix de vente ; et les hommes politiques en place sont systématiquement battus lors des échéances électorales. Les conditions indispensables au maintien de la position de déséquilibre stable, à savoir que toutes les parties prenantes puissent en profiter, s'effacent...

UN CACHE-MISÈRE : L'ENDETTEMENT

La financiarisation des ménages occidentaux, se traduisant par l'explosion de leur endettement à un niveau défiant l'entendement, a joué un rôle crucial dans cet équilibre précaire. Si ce n'est pas la première fois dans l'histoire économique qu'un cycle de croissance achetée à crédit se produit, son caractère généralisé à l'ensemble des pays industrialisés – et même à quelques pays émergents – est quant à lui totalement inédit. Malheureusement, nous savons que les bulles reposant sur un excès d'endettement total (à savoir des entreprises, des ménages et des États simultanément) sont particulièrement longues à résorber : il faut historiquement entre huit et vingt-trois ans pour que les ménages et les entreprises ramènent leur endettement à un niveau raisonnable leur permettant de retrouver de l'appétit pour le crédit. Ce n'est qu'à partir de ce moment que les États peuvent réellement entamer leur propre cycle de désendettement. En conséquence, il ne faut pas espérer voir les économies occidentales réitérer les bonnes performances de 2009 et 2010, qui ont été pour l'essentiel le fruit d'une politique de soutien budgétaire et fiscale de très grande ampleur de la part de la plupart des États. Ce mouvement n'était malheureusement pas pérenne, car il a contribué au gonflement excessif du stock de dettes publiques devenant néfaste à la création de richesse dans le futur : historiquement, lorsque le taux d'endettement public dépasse les 90 % du PIB, les taux de croissance décrochent sensiblement de 2 à 3 points de PIB... Dans ces conditions, le taux de croissance des pays industrialisés durant la prochaine décennie devrait être bien inférieur à celui des trente dernières années.

UNE EUROPE FRAGILISÉE

Comment expliquer que des pays comme les États-Unis ou le Royaume-Uni passent actuellement entre les gouttes alors que leurs fondamentaux sont encore plus dégradés que ceux de la zone euro ? En effet, leur niveau d'endettement devrait provoquer la désaffection des prêteurs étrangers vis-à-vis des biens, services et actifs financiers de ces pays. Or il n'en est rien. Ces pays jouissent pour le moment d'une crédibilité historique d'un point de vue financier, notamment en ce qui concerne le remboursement des dettes qu'ils ont contractées. À la différence des pays d'Europe continentale qui possèdent une histoire chargée de défauts souverains, les pays anglo-saxons ont quasiment toujours remboursé les intérêts des dettes contractées, y compris lorsque leur niveau d'endettement dépassait l'entendement.

Comment ont-ils pu réaliser cet exploit ? Par le rôle bien plus politique que jouent leurs banques centrales, qui ont systématiquement servi de prêteurs en dernier ressort pour les États. L'inconvénient principal de cette stratégie est qu'elle génère sur le long terme une dérive inflationniste faisant perdre en pouvoir d'achat les ménages. En revanche, cela permet d'ancrer dans la tête des investisseurs que l'obligation d'État est bel et bien un actif sans risque de défaut, et peut donc servir de référence au système financier.

C'est donc de ce découplage trop grand entre gouvernements et Banque centrale que souffre aujourd'hui la zone euro, qui en dépit de fondamentaux solides (relativement aux autres grands pays industrialisés) a commis l'erreur de laisser entendre qu'un État de la zone pouvait faire défaut. À partir de ce point, le problème n'est plus un risque souverain, mais bien un risque systémique lié à la diffusion des difficultés à l'économie réelle par le biais des banques. En effet, celles-ci se retrouvent dans une situation extrêmement compliquée : alors qu'elles étaient incitées par le passé à construire leur bilan à partir d'obligations d'État de la zone euro, les règles du jeu ont changé à partir de l'été 2011, avec la disparition de l'actif sans risque sur lequel reposait l'ensemble de leur *business model*. L'erreur stratégique de refus systématique de la Banque centrale européenne de jouer son rôle de protecteur de la zone euro a eu pour fâcheuse conséquence de pousser les banques à réduire la voilure, en diminuant la taille de leur bilan et en distribuant moins de crédit. C'est dans ces conditions que la crise financière se transforme en crise économique, puis en récession... la zone euro en a fait l'amère expérience en 2012.

D'un point de vue moins monétariste et plus économique se pose la question de la réduction par nos États industrialisés de leur niveau d'endettement afin d'éviter une vulnérabilité excessive vis-à-vis de leurs prêteurs. Très clairement, la tâche sera ardue. Contrairement à l'idée pourtant largement partagée en Europe, la rigueur budgétaire à outrance n'est pas une solution crédible pour réduire le taux d'endettement public. En effet, c'est prendre le risque d'entraîner l'économie dans un cercle vicieux pénalisant la création de richesse, comme l'avait fait le Japon au milieu des années 1990. Conséquence, le pays du Soleil levant n'est toujours pas sorti de sa spirale déflationniste alors que son cycle économique s'est terminé en 1990... Plus proche de nous, les multiples plans de rigueur espagnols et italiens montrent déjà leur relative inefficacité, car les effets récessifs qu'ils ont sur le comportement des ménages (sur lesquels repose l'essentiel de la création de richesse dans nos pays) empêchent les gouvernements d'atteindre

leur objectif de réduction du déficit. Il faudra en conséquence accepter de revenir très progressivement à l'équilibre budgétaire, car se précipiter en imposant des tours de vis trop brutaux entraînerait indéniablement les économies européennes dans la dépression.

UN MODÈLE DE SOCIÉTÉ À RECONSTRUIRE

La prise de conscience collective de la nécessaire remise en cause de nos modèles de sociétés, qui a débuté avec la crise des *subprimes* en 2008 et se prolonge avec celle de l'Europe aujourd'hui, marque la fin du cycle de dérégulation et d'endettement privé entamé il y a trois décennies, et ouvre sur des lendemains difficiles pour la santé de nos économies : croissance faible en raison du désendettement des agents privés, mais aussi du gonflement de la dette publique, fragilité des banques et risque systémique... Mais un défi de plus grande ampleur attend les gouvernants de la plupart des pays du monde, mettant bien plus en péril nos modèles de développement : le vieillissement des populations. En effet, si le cycle économique des trente dernières années a été indéniablement porté par des populations actives jeunes directement issues du baby-boom, particulièrement favorables à l'innovation, à la consommation et à la prise de risque, le vieillissement généralisé déjà amorcé de l'humanité sera d'une ampleur telle que tous nos repères seront bientôt modifiés : espérances de croissance de richesse, finances publiques, prix des actions, des obligations, des matières premières ou encore de l'immobilier... Cette évolution structurelle ne devrait pas se faire sans causer de violents remous, tant à l'intérieur de nos sociétés (conflits intergénérationnels au sein des populations d'un même pays liées à l'explosion du poids des séniors inactifs) qu'entre pays (multiplication des tensions géopolitiques, entre des pays pauvres toujours aussi jeunes et des pays riches de plus en plus vieux). Dans ces conditions, la convergence d'éléments conjoncturels (purge d'un excès de dette accumulé pendant trente ans) et structurels (vieillissement accéléré des populations) semble marquer la fin d'une époque... À quoi ressemblera la suivante ?

La crise de l'euro. Incompréhensions, interrogations d'un honnête citoyen

MICHEL SCHELLER

L'Union européenne comprend aujourd'hui 27 pays, dont 17 appartiennent à la zone euro.

Le traité de Rome, signé le 25 mars 1957, crée une Communauté économique européenne dont les fondements concernent le Marché commun et mettent en exergue la liberté de circulation des marchandises, des personnes, des services et des capitaux.

Sur le plan monétaire, les articles qui retiennent ici notre attention avec peu d'avancées notables :

Article 104 :

« Les États conservent la responsabilité de leur monnaie et de leur politique monétaire – avec un objectif qui est l'équilibre de leur balance des paiements. »

Article 105 :

« Collaboration des banques centrales en vue d'une coordination des politiques monétaires. »

Article 107 :

« En matière de taux de change, chaque État conduit sa politique en ayant le souci de l'intérêt commun. »

Comme pour toute construction d'envergure, il est bien naturel, à côté de grandes ambitions, de mettre en œuvre une démarche pragmatique, voire modeste et réaliste. C'est bien sûr le cas sauf que l'on peut s'interroger sur deux aspects essentiels : les ambitions étaient-elles suffisamment précisées, les objectifs explicités, et bien entendu partagés par l'ensemble des acteurs ? Les effets potentiels de la libre-circulation étaient-ils bien analysés : en effet, une barrière s'ouvre, et l'enracinement à la terre risque d'être insuffisant

pour résister à l'appel du « mieux vivre ». Soyons assurés que des indicateurs ont éclairé les décideurs.

L'Acte unique de janvier 1986, conséquence pour partie des enseignements reçus, se traduit par un renforcement et une extension des engagements du cadre économique.

Le traité de Maastricht de fin 1991, qui vise l'achèvement de l'Union économique et monétaire, décide de la monnaie unique (l'euro de nos jours) qui sera l'outil monétaire de fin 1999, au sein de l'Union européenne qui se substitue à l'Union économique et monétaire.

Il conviendra de définir par ses frontières une zone monétaire optimale – permettant des critères d'interdépendance. Les structures des économies des États doivent être étroitement liées, et leurs marchés doivent être très intégrés.

Qui ne se souvient pas, lors du référendum en France sur le traité de Maastricht, des débats souvent passionnés entre les perspectives d'une monnaie commune et les perspectives d'une monnaie unique ? Sans doute, à l'époque, la pédagogie pour préparer les électeurs n'a-t-elle pas été très performante. Aujourd'hui, en période dite de crise, un éclairage plus percutant a vu le jour.

La suite de ce texte peut être consultée en ligne,
sur le site www.editions-eyrolles.com, à la page du livre

Crise et régulation financière

WILLIAM NAHUM

Dans le contexte actuel, la crise qui a débuté en 2007 et la régulation financière qui s'y rattache sont au cœur de nombreuses discussions. Au centre de ces débats, les origines et les causes de cette crise d'une gravité sans précédent, et les moyens de restaurer la confiance au sein du système financier et monétaire. Après avoir fait un bref historique de la crise immobilière américaine devenue une crise bancaire et financière mondiale, nous nous attacherons à relater les faits conduisant à une défiance généralisée des acteurs économiques. Puis, nous nous attarderons à mettre en lumière les leçons et les différentes réformes proposées afin de restaurer la confiance et de prévenir de potentielles crises futures. Cet article abordera donc l'impact des innovations financières sur le comportement des banques, l'intervention des banques centrales, le comportement contestable des agences de notation et les marchés d'instruments dérivés. Nous poursuivrons par des propositions mises en place par le Comité de Bâle, le G20 et les autres institutions de supervision financière. En ce qui concerne la régulation de l'audit, nous prendrons en compte les remises en cause et les normes comptables qui s'y rattachent.

HISTORIQUE DE LA CRISE DE 2007

Cette crise, qu'aucun économiste n'avait prévue, a démarré en août 2007 dans l'économie la plus développée : les États-Unis. L'enchaînement des événements qui ont conduit à la crise est aujourd'hui bien identifié. Les troubles apparus à l'été 2007 sont intervenus après une période de croissance exceptionnelle de distribution du crédit et de recours, pour financer ce crédit, à un levier d'endettement considérable dans le système financier. Les banques prêteuses ont utilisé la titrisation et vendu leurs créances à d'autres intermédiaires financiers suivant le modèle dit *originate to distribute*, en dehors de toute régulation, sous la forme de véhicules d'investisse-

ment structurés qui regroupaient des créances de long terme et de qualité variable, et étaient financés par des investisseurs à court terme. Après plusieurs années de conditions macroéconomiques favorables et dans un contexte de liquidité abondante, les investisseurs se sont montrés de moins en moins vigilants au regard des risques croissants de ces nouveaux produits financiers toujours plus complexes, mais néanmoins très bien notés par les agences de notation, ce qui sous-entendait un faible risque pour les investisseurs, les institutions financières et les autres acteurs. Les banques américaines ont accordé beaucoup de prêts aux ménages américains les plus risqués, à des taux d'intérêt faibles et pour des périodes d'endettement longues. Lorsqu'à partir de fin 2005, la Réserve fédérale commença à relever les taux d'intérêt, les ménages américains les plus fragiles ne furent plus en mesure d'assumer la charge de leur dette. L'augmentation du taux de défaut des emprunteurs sur ces prêts hypothécaires aux États-Unis a entraîné un assèchement de la liquidité sur ces marchés. Survient ainsi un éclatement de la bulle immobilière et s'ensuit, comme par tradition, une crise bancaire. C'est à partir du 9 août 2007 qu'une défiance entre les banques s'installe, même entre les meilleures signatures, et que les échanges sur le marché interbancaire sont gelés.

LEÇONS DE LA CRISE ET RÉFORMES

Les évolutions du métier de banquier

L'impact des innovations financières sur le comportement des banques

De nombreux problèmes, en particulier ceux concernant la non-traçabilité des risques et une supervision inappropriée, sont liés à la complexité et l'opacité croissante des instruments financiers exotiques sophistiqués non maîtrisés. La titrisation est un processus qui permet de considérer les crédits comme des titres. Les crédits deviennent échangeables sur le marché secondaire avant leur échéance. Elle permet en principe de transférer le risque de crédit vers sa contrepartie. En faisant sortir les crédits de leur bilan, les banques augmentent leur ratio de solvabilité (fonds propres/somme des engagements de la banque, crédits accordés et titres achetés). La titrisation est une des accusés de la crise, car elle rend difficile la traçabilité du risque de crédit.

Création d'un nouveau marché

Exemple : Alternext, nouveau compartiment qui permet de coter les PME dont les conditions d'entrée sont facilitées.

Apparition de nouveaux instruments financiers

Exemple : CDS (*credit default swap*). Ce produit est une combinaison entre une option et une assurance. Le principe est le suivant : la banque achète une protection auprès d'un investisseur en contrepartie d'une prime. Si le client ne fait pas défaut, l'investisseur ne paie rien à la banque et si le client fait défaut, l'investisseur paie la différence entre la valeur du crédit et ce qui pourra être remboursé.

Les banques centrales et la crise

Baisse des taux d'intérêt

Les actions menées sur leurs taux d'intérêt directeurs ont été radicalement différentes l'une de l'autre. On observe très clairement que la Fed a pour sa part très vite réagi en baissant ses taux directeurs et en adoptant une politique de taux zéro depuis 2008. Alors qu'à plusieurs reprises Jean-Claude Trichet, président de la BCE jusqu'en novembre 2011, a clairement exprimé que les craintes inflationnistes qui pesaient sur la zone euro empêchaient toute baisse des taux.

Depuis mai 2009, les taux restent inchangés aux États-Unis et en zone euro. La Fed a exprimé le souhait de pratiquer cette politique de taux zéro au moins jusqu'à mi-2013. Le changement de présidence de la BCE en novembre 2011 n'a pas eu d'impact sur la politique des taux d'intérêt. Mario Draghi souhaite conserver ce coût de refinancement des banques à 1 %. Ce taux qui représente le plus bas niveau depuis le lancement de l'euro témoigne de la gravité de cette crise. Néanmoins, ces interventions ont été vivement critiquées ; il est reproché à la BCE son manque de réactivité, en effet son action sur les taux d'intérêt est jugée à la fois trop timide et trop tardive, tout particulièrement si elle est comparée à son homologue américain. Quant à la Fed, qualifiée de « pompier pyromane », on lui reproche de nourrir les crises futures en adoptant une politique de taux d'intérêt trop laxiste qui favorise l'excès de liquidité au niveau mondial.

Rôle des prêteurs en dernier ressort

De plus, la gravité et la complexité de la crise ont contraint les banques centrales à s'adapter rapidement et à innover radicalement. Les banques centrales sont massivement intervenues pour accorder des liquidités, espérant ainsi réduire les tensions sur le marché monétaire et restaurer un climat de confiance. En octobre 2008, elles décident d'adopter des politiques monétaires non conventionnelles comme des opérations d'*open market*. Elles élargissent la liste d'actifs éligibles, les échéances des opérations de refinancement ont été allongées (de 3 à 6 mois) et elles ont apporté une aide financière aux États. Les politiques de *quantitative easing* consistent en ce que la banque centrale accroisse sa fourniture de liquidités de manière que les banques disposent de réserves excédentaires considérables. L'objectif peut être multiple : pousser les banques à reprendre la distribution de crédits ou à acheter des actifs pour en faire monter le prix, faire apparaître des anticipations d'inflation ou déprécier le taux de change.

Comportement des agences de notation

On leur reproche de ne pas avoir vu venir la crise alors que leur rôle est d'évaluer les risques des États, des entreprises, des banques. Au cœur du débat, de vives critiques leur sont adressées.

- ▶ Quant au manque de transparence sur la méthodologie employée : les agences de notation fonctionnent comme une « boîte noire ».
- ▶ Quant à leur surréaction : les agences de notation accentuent l'instabilité du système financier du fait de leur caractère procyclique.
- ▶ Quant à la situation de conflits/collusion d'intérêts que génère le fait qu'elles soient payées par les émetteurs qu'elles notent.
- ▶ Quant à la concentration du marché du *rating* : trois grandes agences dominant : Standard and Poor's, Moody's et Fitch.

Marché organisé, marché de gré à gré et *shadow banking*

Les marchés d'instruments dérivés – marchés organisés et marché de gré à gré – OTC (Over The Counter)

Les marchés organisés, réglementés supposent une chambre de compensation qui fait respecter des règles prudentielles à l'aide d'un *deposit* et des

appels de marge, ce qui permet aux acteurs ne pas être confronté au risque de défaut.

Les marchés de gré à gré OTC ne sont pas par définition soumis aux règles de transparence qui s'appliquent sur les marchés organisés. Les intervenants sont exposés au risque de marché et au risque de défaut.

Les lacunes de la régulation financière et l'existence du shadow banking

Les opérateurs financiers ne sont pas ou très peu régulés.

Régulation directe : afin de limiter le risque de fuite de l'argent vers d'autres secteurs non régulés. Une des propositions du G20 consiste à faire migrer les opérations qui ont lieu sur les marchés OTC vers des chambres de compensation afin de mieux les contrôler.

Régulation indirecte : les banques vont devoir constituer plus de fonds propres.

Supervision de l'activité bancaire

Les politiques préventives

Les missions du Comité de Bâle sont nombreuses et la principale est le renforcement de la sécurité et de la fiabilité du système financier.

Le but de la supervision prudentielle est d'orienter les comportements des établissements vers plus de prudence (limiter autant que possible les prises de risques), en laissant jouer les mécanismes de marché et en responsabilisant les banques par un système d'autocontrôle (contrôle interne). Le tout en veillant au respect des conditions loyales de concurrence.

Bâle I est fondé sur le ratio Cooke, dont le but était de renforcer la solvabilité des établissements bancaires en les obligeant à proportionner leurs fonds propres à hauteur de 8 % de leurs engagements risqués (crédit).

Mais, les limites de Bâle I ont fini par se faire sentir : le système de pondération déterminant le poids en fonds propres des différentes catégories de risques était essentiellement fondé sur la nature institutionnelle de la contrepartie ; par exemple, les pays de l'OCDE, quels qu'ils soient, étaient pondérés de la même façon sans distinction aucune à 0 %. Par ailleurs,

seul le risque de crédit était pris en compte dans les risques bancaires. La critique émise à l'encontre du ratio Cooke venait du fait que la pondération reflétait très mal le risque des engagements bancaires et pouvait potentiellement inciter les banques à arbitrer en fonction des actifs les plus risqués. Le Comité de Bâle s'est donc mis en quête d'un ratio *Cooke* amélioré.

En 2004, les recommandations Bâle II ont vu le jour. Elles étaient fondées sur le même principe que Bâle I, celui d'un ratio de fonds propres qui doit être au moins égal à 8 %, mais avec un calibrage plus fin des risques ; avec ce système, les pondérations sont diverses au sein d'une même contrepartie institutionnelle et déterminées selon différents critères précis (notamment les notations internes ou si pas de notation interne, la notation standard). Le ratio affiné s'appelle le ratio McDonough.

D'un point de vue organisationnel, Bâle II a été construit autour de trois piliers.

- ▶ Le premier pilier est fondé sur des exigences minimales de fonds propres et de mesure de trois types de risques : le risque de crédit, le risque de marché et le risque opérationnel.
- ▶ Le deuxième pilier repose sur un processus de surveillance prudentielle, le contrôle interne. Cette méthode permet aux banques de garder une certaine latitude dans la mesure où elles ont le droit de fixer elles-mêmes le niveau de fonds propres qui leur est nécessaire pour faire face à leurs risques mais, parallèlement, les autorités gardent un droit de regard et possèdent, à cet égard, le droit d'augmenter les exigences de fonds propres en fonction des caractéristiques propres de l'établissement.
- ▶ Enfin, le troisième pilier insiste sur la nécessité d'une plus grande discipline de marché. Il encourage le développement de la communication financière des banques vers le régulateur de marché pour une plus grande transparence, en imposant une communication semestrielle aux banques. Par ailleurs, cette méthodologie est censée améliorer la discipline et le contrôle des apporteurs de fonds (actionnaires et créanciers).

Il est nécessaire de souligner que le caractère procyclique de Bâle II pose un problème. En effet, en période de basse conjoncture les recommandations de Bâle II risquent d'accentuer la récession.

La crise de la zone euro a conduit les autorités à renforcer la solidité des banques. Anticipation du calendrier pour la mise en place des recomman-

dations de Bâle III en Europe en janvier 2013 et à partir de 2019 pour le reste du monde.

Ces recommandations reposent sur :

- ▶ des exigences accrues sur le niveau et la qualité des fonds propres : le renforcement du *Tier Cor* et du *Tier Core One* (« vrais fonds propres ») ;
- ▶ l'ajout d'un coussin contracyclique allant de 0 % à 2,5 % du capital ;
- ▶ la mise en réserve des bénéfices pour les ajouter au capital afin d'éviter la recapitalisation par l'État et la constitution de provisions dynamiques en ante ;
- ▶ la mise en place d'un ratio de levier (*leverage ratio*) ;
- ▶ l'amélioration de la gestion du risque de liquidité par la création de deux ratios de liquidité dont le but est d'éviter le risque systémique dû à une liquidité insuffisante ;
- ▶ renforcer les exigences prudentielles concernant le risque de contrepartie.

Cependant, ces recommandations ont des conséquences néfastes sur l'économie :

- ▶ Le canal du taux d'intérêt :

Si les banques ont besoin de plus de fonds propres, cela s'avère coûteux et va pousser les banques à augmenter leur taux d'intérêt débiteur (sur les crédits accordés) et à abaisser leur taux d'intérêt créditeur (sur les dépôts). Une guerre des dépôts est déclarée entre les banques.

- ▶ Le canal du bilan :

Les deux ratios de liquidités, à court terme (actifs mobilisables dans les 30 jours/passifs exigibles à court terme) et à long terme (actifs mobilisables supérieurs à 1 an/passifs exigibles à long terme) poussent les banques à faire moins de transformation d'échéance. Cette transformation plafonnée conduit les banques à allonger l'échéance de leurs ressources (ce qui nécessite de convaincre les déposants de diminuer leur préférence pour la liquidité) et de réduire leurs engagements à long terme. Ainsi, les recommandations de Bâle III pèsent sur le financement des petites et moyennes entreprises. L'octroi de crédit aux entreprises étant durci, les PME vont avoir du mal à se financer. On se pose alors la question suivante : qui va financer l'économie réelle et le long terme ?

Il existe, certes, des solutions comme Alternext, mais cette voie est très étroite. Le *private equity* sera-t-il la solution ?

► Conséquences de Solvability 2.

► Ce ratio de solvabilité dédié aux compagnies d'assurance repose sur 3 piliers : marges de solvabilité relevées, améliorer la supervision du secteur de l'assurance et de la réassurance, et respecter la discipline de marché. Cette directive qui doit entrer en vigueur en janvier 2013 pose des problèmes dans le calcul de la marge de solvabilité.

► Le système de rémunérations et les bonus dans l'industrie financière :

Ils sont évoqués par le FSF (Financial Stability Forum) comme on peut le lire dans le rapport sur la crise financière au président de la République René Ricol (septembre 2008, page 13) :

« Il est nécessaire de demander à la profession d'arrêter une position de façon collective concernant la rémunération des différents acteurs de marché – faute de quoi la mise en place de systèmes rigoureux, non procycliques, et limitant les prises de risques excessives à court terme, pourrait être décidée par les régulateurs. »

Cela est particulièrement vrai pour les primes versées immédiatement en fonction des profits tirés d'opérations enregistrées dans les comptes sur la base de modèles, mais dont le dénouement peut faire apparaître des pertes à terme.

Impact de la crise sur la taille et les activités des banques

► La taille : concentration ou fragmentation ?

Le premier argument consiste à dire que la crise pousse à la concentration dans la banque et la finance. On constate depuis vingt ans une concentration bancaire qui conduit à des « mégabanques ». Cette constitution est due aux gains générés par les économies d'échelle, à volonté de la part des banques d'augmenter leur part de marché, et au souhait de se diversifier leurs activités.

► Les banques dites systémiques :

L'aggravation de la crise à partir de septembre 2008 est due à la faillite de Lehman Brothers. Preuve irrévocable qu'il faut s'intéresser à l'aléa moral résumé dans la célèbre formule du *too big to fail* et renforcer la supervi-

sion vis-à-vis des grands établissements financiers mondiaux présentant un risque systémique. Ces derniers sont susceptibles, par leur taille ou la nature de leurs activités, de mettre en péril la capacité d'un État à assurer sa gouvernance et la santé du système financier en cas de faillite. Le conseil de stabilité financière, chargé de coordonner au niveau mondial la régulation financière, a dévoilé une liste de 29 banques réputées systémiques. On note que les banques françaises BNP Paribas, Crédit agricole, Société générale et BPCE font partie de cette liste.

- ▶ La réforme Dodd-Frank aux États-Unis : limiter la spéculation par les banques :

En 1927, le *McFadden Act* pose le principe de spécialisation géographique des banques américaines. Il stipulait qu'une banque établie dans un des États des États-Unis ne pouvait pas ouvrir un guichet dans un autre État : loi antitrust, anticoncentration bancaire. En 1933, le *Glass Steagall Act* (Roosevelt) avait pour but d'empêcher que les banques commerciales spéculent en Bourse. Les banques commerciales qui collectaient des dépôts auprès du public n'avaient pas le droit d'intervenir sur les marchés financiers. Les banques d'investissement n'avaient pas le droit de collecter des dépôts. Il s'agit du principe de séparation des activités bancaires. Le *Glass Steagall Act* a été rompu en 1999. La réforme Dodd-Frank qui résume la réforme bancaire ne réintroduit pas une muraille entre banques. Il limite les participations que les banques peuvent prendre dans les *hedge funds*. Un retour à ce principe de séparation entre les banques de dépôt, les banques d'affaires et les banques de crédit à moyen et long terme serait une bonne solution pour pallier le marché défaillant et limiter la pratique de la transformation et le risque qui en découle.

Remise en cause de l'audit et de la juste valeur (norme IAS 39)

C'est à la suite de l'affaire Enron/Andersen de 2002 qu'est intervenue l'adoption du *Sarbanes-Oxley Act* (SOX) qui reste aujourd'hui formaliste, contraignant et présente un rapport coût/utilité discutable ; il s'en est suivi la création du H3C et un désir de réformes qui présentent aujourd'hui un côté positif dans la mesure où le contrôle de l'audit se fait par une entité extérieure à la profession, ce qui est excellent sur le point de l'apparence de l'indépendance de la profession même si, selon moi, le contrôle par les pairs présentait aussi de nombreux points forts. La Commission euro-

péenne a publié en 2010 un livre vert dont la volonté était d'ouvrir un débat. L'évolution des réformes de ces dernières années qui ont évolué de façon chaotique laisse apparaître deux hypothèses radicalement opposées à quinze ans d'ici.

- ▶ Soit la réduction de 90 % du nombre de commissaires aux comptes avec des contraintes fortes et l'interdiction d'exercer par ailleurs le métier d'expert-comptable. Cette option faciliterait la résolution du problème des incompatibilités, mais redonnerait considérablement l'attractivité du métier et réduirait aussi celle du diplôme d'expert-comptable, aujourd'hui voie d'accès royale au CAC. Dès lors, la position du rapprochement ou de la fusion de l'ordre des experts-comptables et de la CNCC ne se poserait plus.
- ▶ Soit le maintien de la situation actuelle avec un renforcement et une extension du pouvoir H3C encore plus *overside*, cela devant s'accompagner d'un renforcement du pouvoir des chambres de discipline, de plus de sévérité et de l'obligation de formation et de mise à jour des connaissances.

La juste valeur n'est pas la cause essentielle de la crise actuelle, mais elle a été certainement un facteur aggravant. En effet selon la norme IAS 39¹, les actifs financiers s'évaluent à la juste valeur dans le cas où ils sont disponibles à la vente ou détenus pour la vente. On comprend vite que le danger est donc lié à une chute des cours. C'est pourquoi afin de répondre dans l'urgence aux situations de crise, le règlement 1004/2008 CE de la Commission du 15 octobre 2008 a modifié les normes IAS 39 pour permettre, dans des circonstances rares, de reclasser certains instruments financiers détenus « à des fins de transaction » comme « actifs détenus jusqu'à l'échéance », ce qui permet d'éviter leur comptabilisation en juste valeur.

CONCLUSION

Il est incontestable que la crise, qui touche actuellement la sphère financière et monétaire, qui s'est étendue au niveau mondial, est la plus ravageuse que nous ayons connue depuis celle de 1929. Les solutions mises en place ou en cours d'élaboration dans le but d'endiguer cette crise, d'une

1. *Instruments financiers : comptabilisation et évaluation*. Adoptée par le règlement CE n° 1864/2005 du 15 novembre 2005.

gravité extrême, soulèvent d'ores et déjà de nombreuses controverses en laissant apparaître un grand nombre d'effets pervers. Ainsi, pour atteindre une reprise de croissance et un retour à un climat de confiance il semble aujourd'hui nécessaire que les autorités chargées de superviser et de restaurer la santé du système financier et monétaire continuent de faire de cette mission leur priorité. Si l'on se réfère à la fameuse dialectique réglementation-déréglementation, on peut sans nul doute compter l'apparition de nouvelles innovations servant à contourner les réformes mises en place. S'ensuivront nécessairement de nouvelles propositions afin de tenter de réguler et d'encadrer au mieux un système financier en perpétuelle évolution. À l'aune des tout récents scandales du printemps 2012, je crois que les réformes ne sont pas abouties et que reste entière la question de la gouvernance honnête et dénuée de malversations des organisations financières. Mais les gouvernements de la planète sauront-ils accorder leurs violons sur ce sujet en oubliant les intérêts concurrents de leurs banques et auront-ils le courage ou les moyens de s'attaquer aux intérêts de quelques mastodontes qui régissent la planète financière ?

Les leçons de la crise : quelle finance en appui de la croissance ?

PHILIPPE DESSERTINE

Face à un dérèglement de l'ampleur de celui que connaît l'économie mondiale depuis le mois d'août 2007, trois problématiques s'affrontent : la gestion du présent, la préparation du futur, la purge du passé.

Les responsables politiques en sont réduits la plupart du temps à colmater les brèches du quotidien, en donnant l'illusion de penser l'avenir. Ils répugnent en revanche par-dessus tout à l'indispensable préalable, la correction des dysfonctionnements accumulés depuis des décennies. Le calcul est simple : l'action apparaîtra aux yeux de l'opinion publique comme seulement négative, les vrais coupables ont disparu depuis longtemps et les responsables en fonction doivent endosser l'impopularité des décisions, sans le moindre espoir d'en retirer à court ou à moyen terme, le moindre bénéfice électoral. De surcroît, le vaste travail de remise en ordre alourdit encore les contraintes auxquelles il s'agit de faire face, rendant plus compliquée l'acceptation des mesures prises.

On retrouve à grands traits les débats agitant le petit monde des dirigeants européens et, en particulier, les injonctions de la chancelière allemande appelant à respecter un ordre logique, apurer, gérer, prévoir.

Le même débat anime la communauté financière internationale et ceux susceptibles de jouer un rôle dans sa nécessaire réforme.

En résumé, les recherches de croissance et de création d'emplois, sans parler d'investissements de long terme, militent pour une mobilisation rapide des forces vives de la finance, quelle qu'en soit la nature.

Mais en miroir, le slogan d'une croissance à n'importe quel prix suscite de mauvaises réminiscences sur les excès de la période antérieure à la crise, et sur leurs conséquences désastreuses en termes d'arriérés gigantesques supportés par les générations futures.

Sous la pression politique, le débat a été tranché de la manière la plus forte : dans ce domaine spécifique, accablé de tous les maux, parfait bouc émissaire donné dès le début des événements, en pâture à l'ère médiatique et populaire, l'option retenue est radicale : la finance sera mise au pas, sans ménagement, avec la brutalité de traitement qui sied aux criminels sans morale et dont l'avidité a mis en danger l'équilibre mondial.

Les mots utilisés ici ne doivent pas être compris au second degré ; ce sont eux qui dans la plupart des langues du monde, ont été utilisés au cours des débats et analyses à propos de la succession des événements ayant affecté la planète économique depuis le déclenchement de la crise des *subprimes* pendant l'été 2007, jusqu'au paroxysme des crises souveraines.

Le procès à charge de la finance a été d'une telle violence qu'en réalité il ne laissait pas de place au doute : les responsables politiques un peu partout dans le monde n'avaient d'autre choix que de participer à la vindicte, à condamner sans ambages.

En reprenant la logique du calcul politique auprès de l'opinion publique, les bénéfiques étaient assurés tandis qu'une attitude inverse pouvait assez vite donner lieu à toutes les suspicions sur d'éventuelles collusions avec les intérêts de la surpuissante industrie financière.

Reconnaissons ici que les pratiques de ladite industrie avant la crise, et pis, tout au long de son déroulement, ne cessaient de fournir les éléments susceptibles d'alimenter les pires conjectures. Il ne fait aucun doute qu'un énorme travail de moralisation est indispensable dans de nombreuses dimensions de la sphère financière, et sûrement plus qu'ailleurs dans les compartiments liés au marché.

Le maintien de rémunérations extraordinaires pendant la période de crise, les révélations de scandales impliquant les plus grands établissements mondiaux étaient révélateurs qu'en dépit d'une hostilité généralisée, la profession ne parviendrait à s'imposer d'elle-même un code éthique pourtant réclamé en urgence.

Les tribulations des différents groupes de travail en lien avec le G20 ont été édifiantes de ce point de vue. La seule solution pour que de véritables avancées puissent survenir est qu'elles soient imposées de l'extérieur, sans doute par des autorités internationales.

On peut le regretter, car cette incapacité du monde financier à la mise en œuvre d'une puissante autorégulation renforce le courant extrémiste visant tout autant à sanctionner le passé qu'à encadrer l'avenir.

L'idée centrale, qui se retrouve dans l'ensemble des dispositions visant à encadrer la finance, procède d'une logique évidente : l'économie occidentale porte la plus lourde part des responsabilités dans le déclenchement de la crise, en raison d'une création de dettes aberrante. Cependant, et à partir de 2008, il est apparu que les États ne seraient pas les vecteurs d'une modération accrue dans le contrôle de la dette : le risque d'évolution de la situation vers une dépression incontrôlée aux conséquences incalculables renforce aux États-Unis, notamment, le camp des partisans d'un maintien d'une stimulation minimale de la part de la sphère publique, donc de situations déficitaires aggravant encore le niveau général de la dette émise.

Fortes de cette certitude, les autorités de régulation ont donc décidé de faire peser la contrainte maximale sur l'activité spécialisée dans le secteur privé, dans la création de crédit.

Ne revenons pas en détail sur l'ensemble des dispositifs dont trois des principaux piliers se nomment Bâle III, Solvency II et la loi américaine Dodd-Frank. En revanche, constatons que la philosophie est la même ; elle consiste à empêcher une création monétaire hasardeuse en l'encadrant de deux manières.

La première oblige à augmenter les niveaux de capitaux propres et de liquidités des industries financières régulées. La finalité est simple : créer de la sorte un coussin de sécurité autour de crédits accordés à des acteurs insolubles, le déroulement de la crise obligeant à préciser que ces acteurs sont privés ou publics.

Par cette double exigence, se trouveraient atténués les mécanismes classiques de faillites d'institutions financières, soit par destruction des capitaux propres en raison de pertes massives, soit par manque de liquidité en raison d'une contraction des marchés internationaux. Il faut souligner néanmoins que cette responsabilité dans l'amortissement de pertes systémiques revient à stériliser une partie de la monnaie en circulation.

On peut considérer que les impératifs de régulation imposés à la sphère financière réduisent la portée des émissions monétaires importantes qui pourraient être gérées par les grandes institutions internationales.

Cette remarque est d'autant plus vraie qu'en plus d'une stérilisation dans leurs propres bilans d'importantes masses monétaires, les institutions financières en réduisent encore la portée par une focalisation sur la réduction du risque.

Il s'agit bien là du deuxième impératif majeur imposé à l'industrie financière : non seulement elle doit être en mesure d'absorber les pertes provenant de ses clients, mais elle doit dans le même temps tenter au maximum de les éviter par anticipation. Là encore, la déclinaison de cette contrainte prend plusieurs dimensions, concordantes, mais aux effets très différents.

Le risque dans l'activité est traqué de manière uniforme et cohérente. L'analyse de pertes potentielles est un axe fondamental ; il se complète d'une approche de rentabilité visant à comparer les gains d'une activité et les exigences normatives qui peuvent en découler, en termes de capitaux propres et d'obligation de liquidités.

Des pans entiers de l'activité traditionnelle de financement sont délaissés par l'industrie financière régulée, laissant un vide qui devra être comblé ; il le sera à n'en pas douter par une finance non régulée ou par des industries financières évoluant dans des zones géographiques où les obligations en termes de régulation seront moins fortes.

La perte de rentabilité de l'activité financière est encore accentuée par une autre conséquence plus diffuse, moins rapide, mais néanmoins très importante à terme, des nouveaux impératifs de régulation : la modification des ressources humaines nécessaires à l'activité financière.

L'obligation de meilleurs suivi du risque et représentation entraîne le très fort développement des fonctions d'audit et des spécialités qui leur sont rattachées, comme liées aux systèmes d'information.

Il s'agit de personnels non affectés en direct à des activités opérationnelles et sont l'une des parts importantes du coût grandissant des contrôles de l'activité financière.

Notons au passage qu'à ces dépenses directes supportées par l'industrie financière s'ajoutera, sans doute de manière croissante, des dépenses indirectes supplémentaires, par exemple sous forme de taxes additionnelles, chargées de financer les organismes externes en charge du contrôle, voire de la sanction des contrevenants.

On s'en rend compte, le chantier gigantesque d'une finance totalement vertueuse, encadrée, empêchée de verser dans toutes les dérives, a un prix. Ce prix pourrait être qualifié d'exorbitant si l'on songe qu'à l'ensemble de ces charges nouvelles pesant sur l'activité de financement, il serait nécessaire de rajouter le coût d'opportunité, peut-être le plus important : l'absence de financement de la croissance réelle qui en résulte.

C'est là que se trouve la plus forte ambiguïté dans les différentes manières de tirer les conséquences de cette crise. Le plus grand danger, notamment pour les démocraties occidentales, réside dans un risque de dépression durable accompagnée de ses fléaux traditionnels, un chômage énorme, des États en quasi-faillite, une paupérisation rapide d'une partie non négligeable de la population. Dans ces conditions, il semble que les décisions prises l'ont été peut-être de manière hâtive : une hyperrégulation, mise en œuvre dans un processus accéléré, ne peut avoir que de très lourdes conséquences sur le financement de l'économie réelle. Or, le débat n'a jamais été posé en ces termes.

Dans le prolongement d'une réaction politique de court terme, cherchant surtout l'affichage de changements immédiats, les mesures prises semblent jouer sur les effets d'annonce, au risque d'occasionner d'importants ralentissements de l'activité par manque de financements, autant dans le quotidien économique, par exemple dans le financement de l'immobilier, ou dans des axes plus stratégiques comme le financement de l'investissement ou de grands projets d'équipement.

La vraie question est de savoir si l'objectif prioritaire est de moraliser la finance dans une recherche d'un fonctionnement équilibré de l'économie ou bien d'organiser une finance vertueuse et totalement encadrée. Cette dernière orientation l'emporte, et conduit à des incompréhensions croissantes de l'opinion publique, inquiète de constater les conséquences d'une industrie financière amorphe.

De fait, la conséquence de cette politique à l'emporte-pièce est de favoriser le développement d'un financement par les marchés. Il s'agit de la résurgence d'une finance non régulée, dont les excès sont bien à l'origine principale de la crise ; et comme dans la période précédente, le risque existe pour l'industrie financière encadrée, de chercher d'une manière ou d'une autre à réintégrer une partie des activités de financement réalisée sur les marchés. Les querelles sur l'opportunité ou non de séparer les banques de dépôt et d'investissement pourraient ainsi devenir assez vite secondaires ; la vraie

question à terme serait plutôt de savoir comment concilier le financement par les marchés et la régulation de l'industrie financière.

Le débat n'est pas très porteur d'un point de vue politique ; il pourrait néanmoins devenir vital pour nombre de banques occidentales et pour des secteurs entiers de l'économie, à la recherche éperdue de financement vital pour leur développement.

Tirer les leçons de la crise est une chose ; reconstruire un système viable en est une autre.

Partie 3

VERS UNE NOUVELLE
GOUVERNANCE
DE LA BANQUE
ET DE L'ENTREPRISE

La troisième partie de l'ouvrage comporte deux séquences relatives aux systèmes et métiers bancaires, puis aux modèles de gouvernance des entreprises.

Dans la première séquence, Nicolas Bouzou se demande pourquoi les banques centrales ont une préférence pour l'inflation, tandis que Jean-Marc Daniel rappelle que, dans l'histoire, les États ont été souvent tentés par des politiques inflationnistes, qui contribuent à réduire la charge de la dette publique. Puis Georges Pauget identifie les déterminants et le sens du changement de modèle des banques européennes. Pascal Salin pose les jalons d'une réforme bancaire. André Lévy-Lang met en lumière les modes et les réalités des métiers bancaires. Jean-Bernard Mateu analyse les changements des conditions d'exercice de la banque de détail. Jean-Louis Chambon sonde le grand malentendu entre les banquiers et la classe politique française, tandis que François Meunier compare les modèles de formation des revenus bancaires.

Dans la deuxième séquence, Caroline Bertin Delacour analyse l'évolution et les implications de l'investissement durable. Philippe Naszályi indique comment sortir de la crise grâce aux financements alternatifs. Jean-Luc Decornoy et Denis Neveux retracent un quart de siècle d'audit de la qualité et de recherche de la sécurité financière. Jean-Sébastien Lantz étudie le rapport entre la valorisation de l'entreprise innovante et les systèmes de gouvernance. Daniel Corfmat pose les conditions d'une nouvelle forme de gouvernance responsable des entreprises. Enfin, Thierry Luthi retrace la mutation du métier de directeur financier au cours des vingt-cinq dernières années.

D'où vient la préférence pour l'inflation des banques centrales ?

NICOLAS BOUZOU

Toutes les banques centrales des pays développés (et de la plupart des pays pauvres ou émergents) sont aujourd'hui officiellement indépendantes. Toutefois, la notion d'indépendance est protéiforme. La dépendance et l'indépendance ne sont pas des phénomènes discrets, mais continus. On est plus ou moins dépendants et plus ou moins indépendants. Autrement dit, il existe des degrés sur le *continuum* qui mène de la dépendance complète (une banque centrale dirigée par un gouvernement) à l'indépendance complète (une banque centrale dont les décisions ne seraient jamais et aucunement influencées par le pouvoir politique). En outre, l'indépendance s'exprime par rapport à un environnement. Nous posons ici l'hypothèse selon laquelle, si les banques centrales sont largement indépendantes des gouvernements, elles sont de plus en plus dépendantes du jugement des opinions publiques, et notamment de la communauté financière. Cette dépendance explique peut-être leur préférence pour l'inflation par rapport à la déflation.

L'INDÉPENDANCE VIS-À-VIS DES GOUVERNEMENTS

L'analyse économique standard (néoclassique ou de la synthèse) considère que :

- ▶ l'inflation ne doit pas être utilisée comme instrument de politique conjoncturelle ;
- ▶ la banque centrale doit être indépendante du pouvoir politique ;
- ▶ elle doit agir dans le cadre d'un mandat simple, avec des décisions clairement édictées, avec un mode de fonctionnement *rules* plutôt que *discretion*.

La justification théorique de ces trois considérations, et en particulier de l'indépendance des banques centrales, repose essentiellement sur le modèle de Barro-Gordon (1983) et sur la notion de crédibilité¹.

Dans ce modèle, si une banque centrale (au départ non indépendante) n'est pas crédible, les agents économiques anticipent une inflation supérieure à l'inflation annoncée. Le « biais inflationniste » dans la conduite de la politique monétaire est complètement inefficace puisqu'il ne sert même pas à réduire le chômage. En effet, dans l'analyse macroéconomique néo-classique (qui reste la plus utilisée par les économistes), l'inflation peut réduire le chômage si l'augmentation des prix est supérieure à l'augmentation des salaires nominaux. Dans ce cas, les salaires réels baissent, ce qui diminue le chômage d'équilibre jusqu'à ce que les anticipations soient stabilisées. Cette analyse justifie la courbe de Philips qui fait apparaître un lien inverse entre inflation et chômage. Mais, pour que ce mécanisme fonctionne, l'inflation doit « surprendre » les agents privés. Si ce n'est pas le cas, le chômage ne baisse pas, et l'économie ne subit que les pertes sèches liées à l'inflation. Dans le cadre Barro-Gordon, le niveau élevé de l'inflation anticipée fait exagérément monter les salaires nominaux, ce qui augmente le chômage.

Si les anticipations sont adaptatives, pour continuer de surprendre, la banque centrale doit mener une politique toujours plus inflationniste. Suivant Barro-Gordon, pour être crédible, une banque centrale peut soit diminuer l'inflation (par définition « par surprise », car les agents s'attendent à ce que la politique monétaire soit inflationniste), mais dans ce cas le chômage augmente (par le mécanisme inverse à celui décrit précédemment), soit devenir indépendante. Dans ce cas, elle n'a pas d'intérêt à avoir une inflation élevée puisqu'elle n'a pas d'incitation à réduire le chômage.

En théorie, les banques centrales devraient donc poursuivre seulement un objectif de faible inflation, sans considération pour d'autres éléments tels la croissance ou le chômage. De ce point de vue, les statuts de la Banque centrale européenne sont plus proches du cadre théorique que ceux de la Fed (la banque centrale américaine). Pour la BCE, la politique monétaire doit prioritairement cibler une inflation faible (égale ou légèrement inférieure à 2 %) là où la Fed doit poursuivre un triple objectif, de faible inflation, de croissance élevée et de plein-emploi. Cette différence de statut

1. Barro, Robert J., et Gordon David B., « *Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy* », *Journal of Monetary Economics*, 1983.

tient à l'histoire de ces deux zones, marquées par une déflation dans les années 1930 aux États-Unis, et une hyperinflation en Allemagne dans les années 1920.

Cela dit, entre le cadre théorique pur de Barro-Gordon et la réalité, l'écart est important même pour la BCE. En effet, la mesure de l'inflation n'est pas simple. Rappelons que pour les économistes classiques des XVIII^e et XIX^e siècles, l'inflation n'est pas la hausse des prix, mais la cause de la hausse des prix. Autrement dit, l'inflation est l'augmentation de la masse monétaire qui, si elle est plus rapide que la production, doit faire monter les prix. Dans le contexte des classiques (celui de l'étalon-or), ces variations de masse monétaire sont largement liées aux découvertes d'or et aux mouvements de balance des paiements (un excédent commercial dans un pays génère une entrée d'or qui fait monter les prix et fait diminuer l'excédent commercial, rétablissant l'équilibre macroéconomique).

Dans l'esprit de Barro-Gordon, au début des années 1980, l'inflation pouvait sûrement se mesurer par les variations des indices de prix à la consommation calculés par les instituts statistiques nationaux. Mais on sait que depuis la fin des années 1990, cet indicateur est faussé. En effet, dans un contexte de montée des pays émergents à faibles coûts de production, ou lorsque les gains de productivité sont très forts, les indices de prix sont structurellement tirés vers le bas, pour des raisons non monétaires. La hausse de la masse monétaire peut alors ne pas se lire dans les prix des biens à la consommation. Par exemple, une inflation nulle peut faire oublier que, si la masse monétaire progressait moins vite, elle serait négative. Dans le contexte de forte pression concurrentielle internationale liée à la montée des pays émergents, l'inflation monétaire ne disparaît pas, mais elle se place dans les services à structure de marché oligopolistique (typiquement certains services aux ménages non échangeables internationalement) et les prix d'actifs : financiers (actions, obligations, produits complexes...) ou immobiliers (prix des logements). Ce débat encore théorique devra resurgir un jour dans les statuts des banques centrales. Il est absurde de leur demander de surveiller un thermomètre désormais incapable de fournir un signal sur une infection. Certes, on pourrait imaginer surveiller les indicateurs d'inflation plus en amont. Si l'inflation est un phénomène monétaire, pourquoi ne pas surveiller les agrégats de masse monétaire ? Mais, là encore, poser la question ne signifie pas qu'on puisse y répondre. La multiplication depuis les années 1980 des outils financiers, la complexification

croissante des marchés monétaires, ont rendu délicate la définition précise de ce qui relève de la monnaie ou pas. Comme l'indépendance, la liquidité est un *continuum* de plus en plus difficile à saisir.

LA PRÉFÉRENCE INFLATIONNISTE DES BANQUES CENTRALES

Depuis les années 2000, les banques centrales n'ont clairement pas été neutres dans leur politique monétaire. Après la crise des marchés des années 2000, la Fed n'a commencé à remonter ses taux d'intérêt qu'à partir du second semestre 2004, alors même que la reprise était largement amorcée aux États-Unis. En refusant un bon moment de relever ses taux, alors même que la croissance de la production était robuste, la Fed savait qu'elle risquait de laisser se développer des anticipations inflationnistes susceptibles de faire diminuer son niveau de crédibilité. Face à une croissance structurelle plus faible en Europe, la BCE a tout de même attendu 2006 pour commencer à faire remonter son principal taux directeur, là aussi très graduellement. Comme aux États-Unis, le risque déflationniste était inexistant, les indices de prix à la consommation évoluant de part et d'autre de l'Atlantique dans des bandes largement supérieures à 0 % (y compris l'inflation sous-jacente, hors énergie et produits alimentaires) et les taux de chômage étant orientés à la baisse. D'ailleurs, les taux pratiqués par les grandes banques centrales étaient notoirement inférieurs à ce que préconisent des règles de détermination du type « règle de Taylor »¹. Rappelons que dans le même temps les prix d'actifs financiers et immobiliers étaient très dynamiques, ce qui aurait également pu être prétexte à un resserrement moins tardif ou plus prononcé des politiques monétaires. En effet, même si la régulation des prix d'actifs ne figure pas explicitement dans les statuts des banques centrales, des phénomènes de bulles, sur les marchés immobiliers par exemple, peuvent générer des effets richesse positifs qui tirent les prix des biens et services à la consommation à la hausse. C'est l'époque où Alan Greenspan déclarait sans rire qu'il ne pouvait tenir compte de l'évolution des prix de l'immobilier, arguant qu'il ne disposait pas d'un modèle fiable lui assurant que les prix étaient surévalués. La crise de 2007-2008 et l'effondrement des prix des logements ont montré à quel point il avait tort.

1. Pour Taylor, le taux d'intérêt optimal fixé par la banque centrale dépend, selon une relation économétrique propre à chaque pays, de l'écart entre inflation cible et inflation réelle, et de l'écart entre PIB potentiel et PIB observé. Les taux doivent donc augmenter si l'inflation s'écarte de sa cible et/ou si la croissance du PIB est supérieure à la croissance de long terme.

Un argument parfois mobilisé surtout aux États-Unis, pour expliquer ces resserrements tardifs, consistait à prétendre que les risques déflationnistes et inflationnistes étaient asymétriques. En effet, une déflation risquait de se transformer en dépression auto-entretenu, comme aux États-Unis dans les années 1930 : les baisses de prix font monter les taux d'intérêt réels (c'est-à-dire les taux d'intérêt nominaux moins l'inflation). Il devient ainsi toujours plus avantageux d'épargner, ce qui maintient l'investissement privé et la consommation à des niveaux structurellement bas. Le levier de la politique monétaire devient inefficace, comme une pédale d'accélérateur qui ne répondrait plus. Cet argument est peu recevable pour deux raisons.

- ▶ Il n'y a pas eu jusqu'en 2008 de baisses de prix avérées. Certains secteurs (le bâtiment, par exemple) connaissaient même des phénomènes de sous-production, illustrés par des taux d'utilisation de capacité très élevés, largement au-dessus de leur moyenne de long terme.
- ▶ Comme signalé, les prix des actifs (et des matières premières) envoyaient un signal largement inflationniste.

Il y avait donc à cette période une préférence inflationniste des banques centrales, surtout aux États-Unis, en l'absence de risque déflationniste objectif.

L'existence d'un tel biais aujourd'hui est possible, mais plus difficile à démontrer. En effet, la crise des dettes souveraines met les banques dans une situation, souvent d'illiquidité, parfois d'insolvabilité. Une politique monétaire franchement accommodante peut, dans ces circonstances, se justifier, au moins pour soulager les problèmes d'accès des banques à la liquidité. Certes, cette éventualité ne figure pas expressément dans les statuts des banques centrales, mais un raisonnement indirect peut être convaincant : une crise de liquidité bancaire génère une contraction de la masse monétaire qui peut rapidement se muer en spirale déflationniste auto-entretenu (le phénomène de *debt deflation* analysé par Irving Fisher en 1933). Mais, ce risque est aujourd'hui fortement combattu, y compris (surtout peut-être) par la BCE. Pour les banques centrales, inflation et déflation ne sont donc pas logées à la même enseigne. D'où vient alors cette préférence pour l'inflation qui n'est pas symétrique à ce refus absolu de tout risque déflationniste (qu'illustre la terreur des banques centrales devant le manque de liquidités bancaires), si elle est difficile à justifier par des considérations strictement macroéconomiques ?

D'OÙ VIENT CETTE PRÉFÉRENCE INFLATIONNISTE ?

Sans doute pas d'une perte d'indépendance des banques centrales par rapport aux gouvernements. Bien sûr, les uns et les autres dialoguent. Ce dialogue est d'ailleurs parfaitement justifié du point de vue de la théorie économique. En effet, l'optimalité du *policy mix* émane d'une coordination entre politique monétaire et politique budgétaire. On sait qu'aux États-Unis, le secrétariat au Trésor et la Fed entretiennent des relations étroites. Même dans la zone euro, qui ne dispose pas de gouvernement économique à proprement parler (notamment en raison de l'absence d'un large budget commun), la BCE et l'eurogroupe essaient au maximum de travailler de concert. Mais cette coordination ne s'identifie pas à une soumission des banques centrales. En réalité, il n'existe plus un seul pays développé où l'on imaginerait le gouvernement donner une consigne à la banque centrale du pays en question. Alors d'où vient cette préférence inflationniste ?

Potentiellement du climat général qui entoure les banques centrales et qui est composé, pour être synthétique, de la communauté financière et des opinions publiques au sens large. En effet, l'une des grandes évolutions sociétales de ces dernières années, et sans doute pas assez prise en compte par les économistes (parce que difficilement modélisable), réside dans l'influence des opinions publiques sur les stratégies des acteurs, publics comme privés. Si les gouvernements ont un biais inflationniste, c'est aussi le cas dans une moindre mesure de la communauté financière. Certes, la littérature économique montre que les marchés réagissent mal à l'inflation. C'est vrai pour des périodes d'inflation fortes et durables. Mais les opérateurs financiers apprécient par-dessus tout la liquidité. On manque encore de travaux d'ensemble sur ce sujet, mais je suis toujours frappé de voir à quel point les banquiers, les courtiers, les assureurs et les fonds de placement en tout genre réagissent positivement aux actions expansionnistes des banques centrales, des baisses de taux directeurs aux opérations du type *Quantitative Easing* ou *Long Term Refinancing Operation*. Cette préférence peut s'expliquer rationnellement, pour peu qu'on introduise une notion de préférence pour le présent. Un peu comme la prise d'alcool, ces mesures expansionnistes, qui peuvent par ailleurs être parfaitement justifiées, stimulent les marchés et éventuellement l'économie, mais à court terme. Les effets plus défavorables (les formations de bulles sur les prix d'actifs, par exemple, et leur éclatement consécutif) se font seulement ressentir à moyen et long terme. On pourrait dire que le taux d'actualisation de la communauté financière est relativement élevé.

L'opinion publique au sens large, qui connaît mal les mécanismes et les conséquences de la politique monétaire, se laisse sans doute facilement manipuler, à la fois par les experts issus de la communauté financière, mais aussi par les politiques qui vont dans le même sens (le taux d'actualisation des gouvernements est très élevé, puisque dicté par la maximisation de la probabilité de sa reconduction, prévue à un horizon d'une petite poignée d'années).

Les banques centrales, qui ne sont pas imperméables au monde extérieur, baignent donc dans un climat très asymétrique : qu'elles adoptent une politique expansionniste, et tout le monde applaudira ; qu'elles adoptent une politique restrictive, et elles seront huées de toute part. Souvenons-nous qu'Alan Greenspan était surnommé « Magic Greenspan », alors que Jean-Claude Trichet a pendant tout son mandat fait l'objet de critiques très prononcées. Pourtant, aucune étude économique un peu étayée n'est venue montrer que la politique menée par la Fed dans les années 2000 a été meilleure que celle menée par la BCE. La crise de 2007-2008 aurait même tendance à démontrer l'inverse. Dans quelle mesure les banques centrales sont sensibles à ce climat n'a pas encore fait l'objet, à ma connaissance, de travaux scientifiques, alors même que les données économétriques ne sont pas très difficiles à rassembler. Mais qu'elles le soient n'est sans doute pas une hypothèse de travail à écarter.

L'évolution des modèles des banques

GEORGES PAUGET

Le modèle de la banque universelle largement répandu en Europe se trouve aujourd'hui fragilisé. Il est en train d'évoluer.

Lors de la crise de 2007-2009, la crise des *subprimes*, l'avantage de la diversification des activités est clairement apparu. La résilience de la banque de détail est venue compenser les pertes de la banque d'investissement. Mais le deuxième choc que constitue la crise de l'eurozone et plus précisément la contraction forcée des bilans à partir de la seconde partie de 2011 contraint l'activité traditionnelle d'intermédiation bancaire et modifie les paramètres de gestion des grandes banques européennes. Quels sont les déterminants du changement de modèle des banques européennes et vers quels modèles se dirige-t-on ? Telles sont les questions auxquelles il est proposé de répondre successivement.

LES DÉTERMINANTS DU CHANGEMENT DE MODÈLE

Quatre grandes forces sont à l'œuvre pour modifier les conditions d'exercice des activités bancaires. La première est constituée par le mouvement de contraction de la sphère financière. Commencé dès la fin de 2008 aux États-Unis, ce *deleveraging* a atteint l'Europe en 2011, lorsque les marchés ont considéré que les banques européennes étaient trop endettées. La baisse des actifs gérés par les banques programmée pour 2011-2012 est de l'ordre de 10 %. Cela signifie qu'indépendamment de la conjoncture économique, l'organisation et la base de coûts des établissements doivent être revues.

Comme par ailleurs la crise se prolonge, l'espoir d'une reprise et donc d'un retour au niveau d'activité antérieur s'éloigne. Il faut donc en tirer sans délai les conséquences. Ainsi s'explique la vague d'adaptation des effectifs qui de façon directe ou indirecte concerne tous les métiers, y compris les banques de détail.

Le deuxième moteur de changement tient à l'augmentation des exigences de fonds propres. L'application de Bâle III réduit sensiblement le rendement des capitaux engagés, 5 % à 6 % selon des estimations convergentes. Il faut donc revoir le modèle, notamment dans la banque de marché, pour récupérer au moins une partie de l'effort demandé aux actionnaires. À défaut, ceux-ci seraient enclins à orienter leurs investissements vers d'autres secteurs économiques, privant les banques des moyens nécessaires pour assurer leur part du financement de l'économie.

La troisième variable porteuse de changement se trouve dans la collecte, désormais impérative, de dépôts stables. Les ratios de liquidité tels qu'ils sont aujourd'hui définis par Bâle III conduisent à une telle incitation. C'est un changement de posture important pour les banques. Au lieu de faire du crédit le produit d'appel et de conquête de nouveaux clients, le refinancement de ces encours ne posant pas problème, il y a lieu désormais de piloter le développement à partir du ratio emploi/ressources et de limiter le recours au refinancement par le marché de façon à respecter le ratio de levier tel qu'il a été imposé de fait par le marché.

La quatrième force de changement qui concerne l'ensemble des industries est l'innovation technologique. La révolution du Web, puis celle des *smart-phones*, l'entrée sur le marché des services bancaires des grands acteurs du Web et des réseaux sociaux modifie complètement la donne aussi bien technique que concurrentielle. Pour conserver un marché, celui des paiements, qui leur était jusqu'ici réservé, les banques vont devoir imaginer de nouveaux services et investir lourdement.

Ces forces vont donc conduire à des évolutions très marquées des modèles économiques des banques, évolutions dont quelques grandes tendances peuvent être dès à présent isolées.

VERS QUELS MODÈLES ÉCONOMIQUES DES BANQUES SE DIRIGE-T-ON ?

Quatre tendances paraissent devoir se dessiner. Les modèles des banques seront en premier lieu plus recentrés. L'augmentation des contraintes de capital, les nouvelles règles en matière de liquidité, l'augmentation de la pression concurrentielle, la nécessité d'investir dans le même temps conduisent à faire des choix, à redéfinir les priorités et selon toute vraisemblance

à réduire le spectre des activités comme certains établissements l'ont déjà annoncé. Il y aura donc des métiers cœurs et d'autres qui seront considérés comme des satellites et donc cessibles en fonction des opportunités.

La deuxième tendance tend à redéfinir des modèles plus stables, c'est-à-dire moins risqués. Cela implique bien évidemment la poursuite des recherches dans le but de mieux analyser, de mieux anticiper le risque. Cela implique aussi de réduire le nombre de types de risques gérés de façon à mieux les maîtriser. Les cinq années de crise que l'on vient de vivre ont développé une forte aversion au risque. La réduction du risque est donc une attente partagée par l'ensemble des parties prenantes.

Troisième voie d'évolution : les modèles de banque seront à l'avenir plus encore qu'aujourd'hui des modèles de flux. Conserver des actifs au bilan est coûteux en fonds propres et en liquidité, il faut donc veiller à une rotation des actifs plus rapide. Ainsi s'explique le choix, dans la banque de financement et d'investissement, de modèles qualifiés de *distribute to origin*, c'est-à-dire la priorité donnée à la capacité de vendre des actifs dans le marché de façon à pouvoir accepter des financements.

Quatrième tendance : les modèles de banque devront aussi être plus flexibles avec une proportion des charges variables comparée aux charges fixes plus importante que dans le passé. C'est une réponse au fait que les modèles doivent accepter des taux de croissance plus limités et connaissent des fluctuations plus marquées. Une telle exigence implique de visiter la chaîne de valeur de façon à définir les segments dans lesquels il est pertinent de partager les investissements et les traitements avec d'autres banques ou de sous-traiter.

Ainsi la physionomie des modèles bancaires devrait-elle évoluer profondément dans les années qui viennent de façon à contribuer au développement d'une finance plus stable, plus orientée vers le développement à moyen et long terme. C'est-à-dire une finance que l'on peut qualifier de durable.

La réforme du système bancaire : peut-on rêver ?

PASCAL SALIN

D'innombrables projets de réforme des systèmes monétaires, financiers et bancaires sont actuellement présentés et débattus, aussi bien dans les médias que dans les cercles officiels, au niveau français aussi bien qu'européen ou international. Très logiquement, la plupart de ces projets de réforme ont pour objectif de remédier aux défauts supposés des systèmes existants auxquels on attribue un rôle important dans les crises récentes. C'est pourquoi il est bien évident qu'on ne peut pas préconiser des réformes sans expliciter l'analyse des difficultés passées. Or, il semble bien qu'il existe une idée dominante, et que cette idée inspire la plupart des projets de réforme, à savoir l'idée que la crise financière aurait été provoquée par des prises de risques excessives par des banques insuffisamment contrôlées et des banquiers avides de profits. S'il en est bien ainsi, il en résulte évidemment que les réformes devraient consister essentiellement à renforcer la réglementation des organisations financières, par exemple en imposant la séparation des activités de dépôt des banques et leurs activités dites spéculatives ou en renforçant leurs fonds propres obligatoires.

Nous faisons, pour notre part, une analyse presque diamétralement opposée, puisque nous considérons que la crise financière des années récentes a été la conséquence de l'interventionnisme étatique qui a empêché le bon fonctionnement des marchés ou leur a envoyé des signaux erronés. Ce n'est donc pas par un renforcement des réglementations que l'on peut introduire plus de stabilité, mais, au contraire, en permettant aux marchés de jouer leur rôle stabilisateur grâce à la réduction de l'interventionnisme étatique¹. Sans

1. Notons au passage – car cela est très important – qu'on fait bien souvent un abus de langage puisqu'on parle de « réglementation financière » pour désigner l'accroissement de la réglementation. Or, il n'y a pas équivalence entre réglementation et régulation : nous pensons au contraire que la réglementation porte atteinte à la régulation et que la déréglementation permettrait une meilleure régulation par les marchés, c'est-à-dire par les décisions des personnes responsables concernées. L'erreur provient en partie du fait que le terme anglais *regulation* signifie réglementation et non pas régulation.

entrer dans le détail de l'analyse des causes de la crise financière¹, soulignons d'abord que celle-ci a été provoquée par l'extraordinaire instabilité de la politique monétaire des banques centrales au début du XXI^e siècle. Celles-ci, prétendant avoir les moyens de stimuler les économies, se sont lancées dans des politiques de bas taux d'intérêt et de distribution inconsidérée de crédits qui ne correspondaient pas à une épargne véritable et volontaire. L'un des grands drames de notre époque, en effet, tient au fait que l'épargne volontaire – en particulier sous forme de fonds propres – a été découragée par les excès de la fiscalité et les incertitudes provenant de la variabilité des politiques économiques. Les autorités monétaires ont donc prétendu remédier aux méfaits des politiques étatiques en faisant comme si l'épargne était plus abondante qu'elle ne l'était en réalité. C'est cette création d'illusions qui a détruit le bon fonctionnement des systèmes financiers et provoqué la crise.

À cette cause majeure de la crise récente – et, plus généralement de la plus grande partie des crises du monde moderne – se sont ajoutées d'autres causes plus spécifiques. Ainsi, la fameuse crise des *subprimes* a été en grande partie le résultat de la politique du logement aux États-Unis et des obligations imposées par les autorités monétaires aux banques pour financer des emprunteurs peu solvables. Les réglementations financières et les pratiques institutionnelles ont aussi joué un rôle important et sans doute faut-il particulièrement dénoncer de ce point de vue le rôle néfaste des banques centrales. En jouant le rôle de prêteur en dernier ressort, sous prétexte d'éviter les risques systémiques, elles créent précisément ce type de risques, car elles atténuent la discipline de la responsabilité de la part des prêteurs et les incitent donc à des prises de risques excessives.

Certes, il reste vrai par ailleurs que des financiers ont pris des risques excessifs, par exemple dans le but d'accroître leurs bonus. Mais il faut en voir la raison. Au XIX^e siècle, les banques étaient de dimension modeste et elles étaient possédées par de vrais capitalistes : lorsqu'un individu ou un petit groupe d'individus sont propriétaires d'une banque et détiennent des fonds propres importants, ils sont évidemment incités à ne pas prendre des risques excessifs pour éviter la faillite. En tant que propriétaires ils se comportent de manière responsable. Nous sommes maintenant dans un univers différent, moins capitaliste, où il existe de très grandes banques – ce qui résulte en partie du *too big to fail* – avec un très grand nombre de

1. Nous avons fait cette analyse détaillée dans notre ouvrage : P. Salin, *Revenir au capitalisme pour éviter les crises*, Paris, Odile Jacob, 2010.

petits actionnaires. Les capitalistes ne pouvant pas réellement exercer leurs pouvoirs de décision dans ce cas, ce sont les managers qui détiennent le pouvoir et ils ont, en tant que salariés, des intérêts divergents par rapport aux propriétaires : ils sont incités à maximiser leurs profits à court terme et donc à prendre trop de risques.

En conséquence, pour éviter les crises, dans le futur, il faudrait remédier aux défauts de la situation actuelle, c'est-à-dire revenir à un véritable capitalisme et éviter les politiques monétaires et réglementaires déstabilisantes. Nous savons bien, malheureusement, qu'un tel programme est contraire aux opinions dominantes et c'est pourquoi nous avons évoqué dans le titre du présent texte une réforme qui relève plus du rêve que de la réalité, pour le moment tout au moins. Mais nous gardons l'espoir que le rêve devienne réalité. Que conviendrait-il de faire pour cela ?

Étant donné que les crises de l'époque moderne viennent des excès de création monétaire périodiques et des importantes fluctuations de taux d'intérêt qu'impliquent les politiques monétaires correspondantes, il convient évidemment de mettre fin à ce facteur majeur d'instabilité. De ce point de vue, il faut rappeler une vérité trop oubliée, à savoir qu'il n'est pas nécessaire de créer de la monnaie, contrairement à ce que pense la majorité des gens (avec l'heureuse exception des économistes de l'école autrichienne dont la théorie des cycles, développée initialement par Ludwig von Mises et Friedrich von Hayek, peut être considérée comme la seule théorie susceptible d'expliquer véritablement une crise comme la crise récente). Supposons en effet que la masse monétaire soit parfaitement stable dans un pays, dans une zone monétaire (comme la zone euro) ou dans le monde. Que se passerait-il ? Les prix monétaires baisseraient pour les biens pour lesquels des progrès de productivité auraient lieu et il y aurait en moyenne une situation de déflation. Celle-ci peut être considérée comme la meilleure des situations puisqu'elle signifie que le pouvoir d'achat de la monnaie augmente régulièrement. Or, la monnaie est d'autant plus utile qu'elle permet de mieux conserver le pouvoir d'achat. La déflation accroît donc la qualité de la monnaie. Par ailleurs, dans une telle situation, on éviterait évidemment la création artificielle de crédits qui vient nécessairement en contrepartie de toute création monétaire et qui constitue l'un des grands dangers de l'époque moderne¹. Et si l'on voulait bien reconnaître

1. Il serait évidemment souhaitable par ailleurs que des réformes institutionnelles profondes dans le domaine de la fiscalité et de la réglementation permettent la restauration des incitations à épargner, en particulier sous forme de fonds propres.

que l'activité de création monétaire est non seulement inutile, mais même nocive – puisqu'elle est à l'origine de l'inflation et des cycles monétaires et économiques – on serait naturellement conduit à reconnaître que les banques centrales devraient être supprimées. On supprimerait par là même une autre activité déstabilisatrice des banques centrales, celle qui consiste à jouer le rôle de prêteur en dernier ressort.

On est malheureusement loin d'une telle situation ! En effet, les autorités monétaires et les gouvernements n'ont rien appris des événements récents, puisque les banques centrales se sont de nouveau lancées dans l'expansion monétaire et les politiques de bas taux d'intérêt, sous prétexte d'aider à sortir d'une crise qui avait précisément été provoquée par des politiques monétaires de ce type. En Europe, lors de la création de la Banque centrale européenne, on avait sagement décidé que celle-ci avait pour seul mandat d'éviter l'inflation. Bien sûr, il aurait été préférable de lui donner pour mandat d'éviter toute création monétaire, mais éviter l'inflation était un moindre mal. Elle s'est éloignée de cet objectif et cela d'autant plus qu'elle a accepté, par exemple, de racheter des titres d'État grec, ce qui constitue au demeurant une nouvelle prime donnée à l'irresponsabilité, la banque centrale devenant un prêteur en dernier ressort non seulement des banques mal gérées, mais des États mal gérés. Cela est d'autant plus inquiétant qu'il existe de nombreuses voix pour réclamer que la banque centrale ne s'occupe pas seulement de l'inflation, mais qu'elle s'occupe aussi de l'emploi. Ceux qui préconisent une telle orientation sont malheureusement victimes de ce dangereux préjugé de notre époque selon lequel on peut stimuler une économie par la création artificielle d'unités monétaires et de crédits ne correspondant à aucune épargne volontaire.

Cette revendication s'inscrit dans un ensemble plus vaste de préjugés, celui qui consiste à considérer que la solution de tout problème doit se trouver dans la centralisation des décisions à l'échelle européenne. C'est ainsi que le projet d'union bancaire est devenu à la mode. Il consiste à réclamer une surveillance bancaire centralisée aux mains de la Banque centrale européenne. Les propositions de ce type relèvent du mythe puissant selon lequel on pourrait toujours obtenir des gains dus à la grande dimension. Or, si une réglementation est mal conçue, donc nocive, elle n'est pas moins nocive parce qu'elle est appliquée à l'échelle européenne, bien au contraire : l'erreur devient une erreur de grande dimension. Dans la mesure où les phénomènes en cause sont complexes et où personne ne peut prétendre connaître précisément les conséquences de telle ou telle réglementation,

mieux vaut expérimenter et permettre la multiplicité des expériences. Telle est la vertu de la concurrence. Elle est bonne dans tous les domaines, et par exemple dans celui de l'organisation bancaire et de sa réglementation éventuelle.

Mais, de ce point de vue, il convient d'aller plus loin et de ne pas se contenter de la concurrence entre des réglementations d'origine publique. Dans toute activité humaine, en effet, des normes sont nécessaires, mais il est toujours préférable de permettre aux personnes privées responsables de définir leurs propres normes par des processus d'essais et d'erreurs. L'un des grands mérites des procédures de marché c'est qu'elles rendent possible d'apprendre de ses propres erreurs. En revanche, si une autorité disposant de la contrainte publique impose une réglementation inadéquate à une activité, il n'y a aucun moyen d'établir des comparaisons avec d'autres systèmes de normes et généralement aucun moyen de faire annuler la réglementation en question : l'effet pervers qui ne manque pas d'apparaître est généralement le prétexte à l'adoption de réglementations supplémentaires. On aboutit ainsi à un monde d'une extrême et arbitraire complexité où il devient impossible d'établir les relations de cause à effet et où toute innovation devient impossible. C'est le grand risque que fait courir actuellement la tendance généralisée à réglementer les activités financières.

Par ailleurs, la tendance également fréquente à « européaniser » les problèmes économiques se retrouve dans ce qu'on appelle la crise de l'euro. En fait, il n'y a pas fondamentalement une crise de l'euro. Il y a une crise de la politique budgétaire grecque, mais aussi espagnole, italienne ou même française. Il s'agit de problèmes de mauvaise gestion publique qui n'ont rien à voir avec l'euro. Et ces problèmes doivent être résolus par ceux qui les ont créés, à savoir les gouvernements. Être responsable, c'est supporter les conséquences de ses actes : la discipline de la responsabilité – si on voulait bien l'appliquer aux autorités publiques – supposerait donc que le gouvernement grec prenne les mesures nécessaires pour réduire son déficit. Mais à partir du moment où l'on mutualise les dettes, où l'on fait intervenir la BCE, le problème grec devient un problème européen ou un problème de la zone euro, sans qu'il y ait de nécessité logique et morale à cela. Que penserait-on en effet si on obligeait les firmes bien gérées à prendre en charge les dettes des entreprises mal gérées, ce qui créerait évidemment une incitation à gérer de manière irresponsable ? Pourquoi ne demande-t-on pas aux gouvernements d'appliquer la discipline de la responsabilité qu'il paraît si naturel de demander aux individus ?

Ainsi, il nous apparaît que la plupart des décisions prises récemment dans le domaine monétaire et financier ou la plupart des projets en débat reposent sur des bases qui sont contestables à la fois sur le plan économique et sur le plan moral. Cela ne nous promet pas un avenir radieux.

Il nous reste à rêver. À rêver d'un monde monétaire et financier différent. La plus grande liberté y règnerait et donc le plus haut degré de responsabilité personnelle. Les banques centrales n'existeraient pas, pas plus que les réglementations. Une réforme très profonde des fiscalités aurait permis de restaurer la propension à épargner et à constituer des fonds propres qui seraient la source majeure du financement de la croissance. Les taux d'intérêt seraient stables et il n'y aurait pas de création monétaire. Les systèmes monétaires seraient constitués d'un très grand nombre de banques appartenant à de vrais capitalistes qui, en tant que tels, seraient responsables et éviteraient de prendre trop de risques. Mais ils seraient organisés en réseaux de manière à profiter d'éventuels gains de dimension. Tel serait le cas pour l'émission des unités monétaires¹. Chaque émetteur d'unités monétaires étant propriétaire de banque et responsable serait incité à ne pas pratiquer une expansion monétaire excessive (comme cela a été le cas dans le passé). Comment aller à l'encontre des tendances actuelles et aller au contraire vers ce monde dont nous rêvons ? Cela est une autre histoire qui mériterait bien des réflexions. Mais ne vaudrait-il pas la peine que les énergies intellectuelles et pratiques s'orientent dans cette direction plutôt que de réclamer et de décider indéfiniment de nouvelles réglementations, de nouvelles politiques monétaires qui maintiennent les individus dans des univers médiocres et incertains ?

1. On trouvera une analyse du fonctionnement de systèmes de ce type – ce qu'on peut appeler des cartels privés de banques – dans notre ouvrage : P. Salin, *La Vérité sur la monnaie*, Paris, Odile Jacob, 1990.

Les métiers bancaires, modes et réalités

ANDRÉ LÉVY-LANG

Une mode, c'est à un certain moment une préférence collective pour un style de vêtements, de loisirs, de personnages. La finance connaît aussi des modes, avec à un moment donné une préférence collective pour certains de ses métiers ou de ses formes d'organisation. Cette préférence se manifeste par le comportement et les jugements, sinon les goûts, d'une grande partie de ses acteurs : ceux de la Bourse, à travers les jugements des analystes financiers et des gérants de fonds, qui se traduisent par la valorisation boursière des entreprises, ceux des candidats au recrutement et des salariés, par les préférences de ceux qui ont le choix, et même ceux des dirigeants, à travers leur discours stratégique. Ainsi, en vingt-cinq ans, de 1987 à 2012, la finance a connu une succession de modes.

À la différence de la mode vestimentaire, la mode en finance ne change pas tous les ans, mais tous les cinq ou dix ans ou plus. Car la mode en finance n'est pas en principe affaire de goût, mais conséquence d'un raisonnement économique et financier, et il faut du temps pour que l'expérience en démontre les erreurs. En finance, comme plus généralement pour les entreprises des autres secteurs, la mode est formulée et diffusée par deux groupes d'intervenants : les consultants en gestion et les analystes financiers, qui formulent les raisonnements justifiant la mode du jour. L'expérience remet en cause le raisonnement économique qui justifie chaque mode, avec un nouveau raisonnement tout aussi économique, mais avec des hypothèses différentes qui conduisent aux conclusions inverses, et la mode change... Il est vrai que dans le cas de la finance il s'y ajoute un facteur exogène spécifique : la réglementation bancaire qui évolue régulièrement pour corriger les excès de la mode précédente, avec une influence directe sur les comportements des acteurs.

Depuis vingt-cinq ans, la mode en finance a porté sur l'appréciation des métiers ou des activités : banque de réseau ou banque de marché, finance directe ou réseau d'agences, fusions-acquisitions ou opérations de marché.

Elle a aussi porté sur les zones géographiques : États-Unis, Asie, Europe centrale. Regardons ici deux sujets en particulier pour lesquels la mode a changé plusieurs fois en vingt-cinq ans : les mérites relatifs de la banque de marché et de la banque de dépôt, et les réseaux d'agences ou la banque directe pour la banque de détail.

Le premier sujet est devenu très politique avec la crise financière des cinq dernières années. Depuis 2007, la banque de marché est l'objet de toutes les suspicions et de toutes les critiques. Il est question d'interdire les métiers des banques de marché aux banques de dépôt (retour au *Glass Steagall Act*) ou au moins de protéger la banque de dépôt en l'entourant d'une ceinture de chasteté (*ringfence* pour les Anglais, après le rapport de la commission Vickers). Mais cette opposition n'est pas nouvelle : déjà en 1944, la première grande nationalisation des banques françaises ne touchait que les banques de dépôt, les banques d'affaires restaient privées, mais n'avaient pas le droit de collecter des dépôts. Même critère pour l'application des nationalisations de 1981 aux seules banques de dépôt. Avec les réformes Debré de 1967, c'est la ruée vers les dépôts, et la plupart des banques d'affaires n'ont cessé d'ouvrir des agences ou d'acheter des banques de dépôt, ce qui fait qu'elles seront nationalisées en 1981.

La course aux dépôts va durer une quinzaine d'années à la suite des réformes de 1967. Au début de la période que nous regardons, dans les années 1980, la première réglementation de Bâle (le ratio *Cooke*) ignore pratiquement les activités de marché, les fonds propres réglementaires sont déterminés en fonction des risques de crédit. En même temps, les Bourses sont déréglementées et ouvertes aux banques. La banque de marché devient à la mode. Cela d'autant plus que ses activités utilisent peu de fonds propres réglementaires selon les règles de l'époque. Toutes les grandes banques du monde développent ces activités si elles les pratiquent déjà, ou s'y lancent sinon. En France, les charges d'agent de change se vendent aux banques. Le mouvement se poursuit par des acquisitions aux États-Unis, par le développement de Londres, des places financières d'Asie, Tokyo, Hongkong, Singapour. Les valorisations boursières, les rémunérations et les choix de carrière des jeunes diplômés suivent ce mouvement.

Cette mode va durer jusqu'à la crise de 2007. La différence avec la mode précédente, celle de la banque de dépôt, est que l'expansion des marchés financiers n'est pas limitée par la demande, l'abondance des liquidités permettant le gonflement des bulles financières au-delà des besoins de l'économie réelle. Alors que l'expansion des banques de dépôt était limitée

par la bancarisation du public, ce qui d'ailleurs les a poussées à chercher la croissance par acquisitions, domestiques ou internationales, et à financer le développement des crédits, au-delà du montant des dépôts, par le marché monétaire.

Les crises intermédiaires (chute du *hedge fund* LTCM, défauts de la Russie et de l'Asie, crise des *dotcom*) n'ont pas suffi à démoder ces activités, qui ont rebondi chaque fois grâce à l'abondance des liquidités mondiales et au soutien de la Federal Reserve. La réglementation des banques a intégré les risques de marché dans les exigences de fonds propres, mais avec les lacunes que la crise actuelle révélera, notamment celle qui sous-estime le risque de liquidité.

La crise actuelle est le choc extérieur qui a provoqué un changement de la mode au profit de la banque de dépôt. Les banques et les régulateurs redécouvrent le risque de liquidité, les dépôts sont rois et la banque de dépôt qui prête directement à l'économie revient à la mode. Mais les entreprises ont pris goût aux marchés financiers, et celles qui le peuvent se tournent vers le marché obligataire pour se financer, ce qui prépare le retour du balancier une fois la crise actuelle dépassée.

Cette histoire très brève des années passées comporte quelques leçons. D'abord que la réglementation bancaire ne peut pas anticiper complètement les risques de crise financière, même si le Comité de Bâle a réagi au développement des activités de marché en les incluant mieux dans les règles de Bâle II. Ensuite que chaque réglementation génère en réaction des innovations des acteurs, dont les régulateurs ne voient pas tout de suite les risques. Ainsi, la titrisation et les dérivés de crédit, deux innovations des dernières décennies, ont été favorisés (sinon provoqués) par la réglementation. Ces innovations ont été et restent utiles, mais elles ont l'une et l'autre dérivé, dépassant largement les bornes de l'utilité pour contribuer à la crise actuelle.

Quelles seront les innovations du système financier en réaction à Bâle III ? En économisant les fonds propres nécessaires à l'activité bancaire et les libérant pour le reste de l'économie, ces innovations seront utiles au départ. Mais peuvent-elles dériver au point de faciliter la prochaine crise ?

Enfin, la séparation entre banque de dépôt et banque de marché est encore un sujet politique en France en 2012 qui paraît dépassé par l'évolution des techniques financières et des besoins de l'économie. Mais c'est un sujet qui

mérite d'autres développements (voir *Il faut maîtriser la finance, qu'en pensent les économistes*, de l'auteur, chez Eyrolles, 2012).

Un sujet différent est celui de la mode en matière de banque de détail : la banque directe est-elle l'avenir de la banque de détail ? Va-t-elle rendre obsolètes les agences bancaires ?

C'est un sujet récurrent depuis que le téléphone n'est plus un luxe rare et cher, *a fortiori* avec le développement d'Internet à haut débit et de la mobilité. L'idée est qu'une agence bancaire est une structure coûteuse, que les clients s'y rendent en moyenne peu souvent et donc que des services bancaires traités à distance peuvent être beaucoup moins chers et donc supplanter les réseaux traditionnels. On trouve cette idée en France dès les années 1970, avec le service Télébanque lancé par la banque Paribas (avec un succès limité), puis avec une série de lancements de différentes formules dans les années 1980. À cette époque, le patron de la banque Wells Fargo, grande banque de la côte ouest des États-Unis affirmait qu'il pouvait servir la Californie avec moins de 200 agences bancaires. Le facteur externe qui a déclenché cette mode est la technologie des télécommunications et de l'informatique. Dans ce domaine, l'évolution est continue, avec des accélérations à certains moments. En France, les étapes se succèdent : l'équipement en téléphonie fixe, le Minitel, Internet puis Internet à haut débit, et maintenant la téléphonie mobile à haut débit et les terminaux intelligents (*smartphones*).

Cette mode connaît des hauts et des bas. Nous sortons d'une période de bas avec l'échec relatif des banques directes « pures », c'est-à-dire sans guichets. Il reste très peu de tels acteurs centrés sur les services bancaires classiques, avec quelques acteurs qui ont évolué avec plus de succès vers le courtage boursier et la gestion de patrimoine. Les banques ont réagi en développant leurs propres services à distance, accès Internet aux comptes et opérations, et adaptant leurs agences, ce qui peut expliquer l'échec relatif des autres formules.

Ce qui est frappant pendant toute cette période, c'est la progression du nombre d'agences bancaires en France, aux États-Unis et dans d'autres pays développés. La crise financière a marqué un arrêt de cette progression, et quelques fermetures d'agences pour des raisons d'économie. Mais pendant toutes les années précédentes, alors que les systèmes bancaires ont connu une phase de consolidation des entreprises par fusion et acquisition, ce mouvement ne s'est pas accompagné d'une réduction du nombre

d'agences, les économies d'échelle étant réalisées plutôt au niveau central, pour les fonctions d'administration et de gestion. Au total, les clients restent attachés à l'idée que leur banque a une agence ouverte pas trop loin de chez eux, même s'ils ne s'y rendent pas souvent et la présence physique reste un outil nécessaire de l'offre bancaire, indispensable pour la conquête de clientèle.

Cela peut-il changer avec la nouvelle étape technologique qu'est l'Internet mobile à haut débit ? C'est une idée que développe *The Economist* dans son numéro daté du 19 mai 2012 avec deux articles intitulés « *International banking : Retail renaissance* et *Branches : withering away* ». Les trois raisons que donne l'auteur pour prévoir un recul du nombre d'agences sont :

- ▶ la pression sur les marges bancaires, avec les nouvelles réglementations des fonds propres et le maintien de taux bas ;
- ▶ l'utilisation des *smartphones* et des tablettes pour les transactions (par exemple pour déposer un chèque en envoyant la photo prise avec son téléphone ou sa tablette), qui se traduit par une multiplication des opérations traitées à distance ;
- ▶ et l'habitude prise par les clients d'effectuer des transactions complexes par Internet pour d'autres services que la banque (l'achat de chaussures par exemple, ou cas extrême, le divorce possible au Danemark en utilisant un site officiel du gouvernement...).

Le même article note cependant que les innovations précédentes en matière de communication ont seulement augmenté le nombre total de transactions en rendant possible, par exemple, la consultation des comptes à distance, sans réduire encore la demande pour l'accès à une agence proche. La fin des agences n'est pas encore programmée...

En conclusion, la réalité bancaire dépasse les modes, ou plutôt les intègre en s'y adaptant : la banque universelle demeure en étant différente de celle de la fin du siècle dernier, la banque de réseau demeure en intégrant les nouvelles technologies. Seules celles des banques qui n'adaptent pas leur modèle voient leur avenir compromis, c'est ce que les dernières vingt-cinq années nous montrent.

La banque de détail : un long fleuve tranquille ?

JEAN-BERNARD MATEU

La succession de crises financières a ravivé le débat de la séparation de la banque d'investissement et de la banque de dépôt, l'objectif étant de mettre cette dernière à l'abri des aléas des marchés. Ce dossier, autant technique que politique, renforce encore l'idée déjà bien présente dans la culture collective de la stabilité et de la sécurité de la banque commerciale et, en son sein, de la banque de détail. Si celle-ci est effectivement moins sujette à des mouvements erratiques, il n'en est pas moins vrai qu'elle subit aujourd'hui de profonds changements de ses conditions d'exercice. La banque de détail va devoir s'adapter en menant simultanément de multiples chantiers de transformation, parfois difficilement compatibles entre eux, qui favoriseront l'émergence de nouveaux modèles de fonctionnement.

DES MUTATIONS PROFONDES ET DURABLES DE L'ENVIRONNEMENT

C'est sur le front de la réglementation que les changements auront les impacts les plus forts et les plus rapides, d'autant que les nombreux inventeurs de ces nouvelles lois – l'Europe, le Comité de Bâle, les États, les banques centrales... – engendrent dans beaucoup de cas un empilement très contraignant. Se prémunir contre les risques de tous ordres et renforcer la protection du consommateur en sont les deux motivations majeures.

On compte dans la première catégorie l'ensemble des règles contenues dans les accords de Bâle III destinés à renforcer la solidité du système financier. Ces règles qui doivent encore être précisées au niveau national et qui seront appliquées progressivement entre 2013 et 2019 vont, par exemple, augmenter le besoin en liquidités. S'en suivront pour les banques une course effrénée et coûteuse aux dépôts bilanciaux, une réduction de leur capacité de transformation, des placements en titres, certes, éligibles au

ratio de liquidité LCR, mais peu rémunérateurs et le recours à des techniques permettant de sortir les encours de crédit de leur bilan (par exemple la titrisation), mais qui génèrent des frottements supplémentaires.

Dans la deuxième catégorie, celle de la protection du consommateur, la loi Lagarde a en France significativement modifié les règles de calcul du taux de l'usure du crédit à la consommation et a instauré le libre choix de l'assurance par le souscripteur d'un crédit immobilier. Si le consommateur en sort mieux protégé, les marges des banques subissent au passage un sévère coup de rabot. La pression consumériste est à l'origine de bien d'autres modifications réglementaires ou conventionnelles : service bancaire de base, diminution de la commission interbancaire de paiement (CIP) et ajustement à la baisse des commissions commerçants, directive concernant les marchés d'instruments financiers (MIF), transférabilité des comptes bancaires...

Outre les impacts directs de ces mesures sur le produit net bancaire (PNB), les comptes de charges des établissements bancaires sont eux aussi lestés par des coûts induits, essentiellement humains, organisationnels et informatiques : mise en place de systèmes de suivi des risques, de contrôle et de reporting multiples, procédures administratives obligatoires qui gênent le travail des commerciaux, information des consommateurs, lutte anti-blanchiment... N'oublions pas à ce stade que l'alourdissement annoncé des impôts et taxes sur les entreprises touchera encore plus les banques qui bénéficient toujours d'un régime de faveur de la part du fisc !

Un nouveau règlement se matérialise chaque fois par un nouveau texte, une nouvelle formule de calcul. C'est souvent un édifice compliqué, mais qui reste appréhendable, décomposable de manière arborescente en dispositifs plus simples dont l'assemblage astucieux reconstitue le tout. Les clients, quant à eux, parce qu'ils sont des organismes intelligents, vivants en interaction permanente, constituent un système complexe sans cesse en évolution dans une dynamique « chaotique » au sens mathématique du terme.

Satisfaire les attentes des clients est en même temps une nécessité impérieuse et une quête impossible. En effet, d'une part celles-ci évoluent sans cesse, d'autre part elles peuvent varier en fonction de l'établissement bancaire considéré. Pour autant, les grandes tendances se retrouvent partout et correspondent à des critiques sous-jacentes adressées aux banques : personnalisation de l'offre et de la relation, simplicité, transparence dans

les processus et la tarification, compétence, disponibilité, sécurité, confidentialité et éthique s'opposent à une image brouillée d'une banque trop complexe. Les conseillers peu disponibles et dont la rotation est trop rapide sont parfois pris en défaut par des consommateurs surrenseignés qui les suspectent de vouloir vendre ce qui est bon pour la banque et pas forcément adapté à leur cas.

Bien entendu, la succession de crises écorne encore un peu plus la confiance nécessaire à une relation équilibrée et durable.

Les paradoxes ne manquent pas non plus dans le comportement des clients. Ils ne vont plus dans leur agence, mais la considèrent comme un élément essentiel de la relation avec la banque. Ils attendent une personnalisation poussée de l'offre tout en demandant des produits simples. Ils sont attachés à la confidentialité, mais n'hésitent pas à tout raconter sur les réseaux sociaux. Ils veulent être suivis par un conseiller attiré, mais disponible tout le temps !

La génération Y, aujourd'hui prépondérante, est très autonome et de ce fait très consommatrice d'Internet, de *smartphones* et de réseaux sociaux. L'agence demeure néanmoins son premier contact avec la banque. En revanche, la génération Z qui suit est totalement immergée dans le numérique et sa première rencontre avec la banque a lieu en ligne !

Le paysage concurrentiel évolue aussi, au gré des nouvelles réglementations, des nouvelles technologies et surtout de l'infidélité croissante du consommateur. D'abord, les établissements spécialisés dans l'épargne ont lancé la guerre des taux sur la rémunération des livrets, espérant fidéliser la nouvelle clientèle attirée par ces prix d'appel. La concurrence des sociétés de crédit à la consommation s'est trouvée largement tempérée par la conjonction de la loi Lagarde et des contraintes de liquidité imposées par Bâle III. Pour autant, la loi Lagarde qui intègre la notion de « fichiers positifs » facilitera à terme l'arrivée de nouveaux entrants. Enfin, le Sepa (*Single Euro Payments Area*), qui harmonise les modes de paiement au sein de la zone euro, permet aux prestataires de service de paiement (PSP) de concurrencer les banques dans ce qu'elles ont toujours considéré comme l'épine dorsale de la relation avec leur client : la tenue de compte. La technologie très accessible et les faibles contraintes de fonds propres favorisent l'émergence de nouveaux acteurs dans l'e-commerce, dans le paiement sans contact ou le transfert d'argent entre particuliers...

Dans un contexte de marché sursaturé, la diminution des marges et l'augmentation des coûts (y compris bien entendu le coût des réseaux d'agences) provoquent un effet de ciseau et mettent les banques de détail devant un véritable défi, d'autant que les espoirs de trouver des relais de croissance significatifs sont faibles.

LES DÉFIS DE TRANSFORMATION

Le premier défi qui vient à l'esprit relève des systèmes d'information. D'abord, les projets réglementaires d'adaptation des informatiques aux nouvelles contraintes sont techniquement très lourds, car ils touchent souvent en profondeur et dans toutes leurs ramifications aux systèmes d'information.

Ensuite, comme toujours dans la banque, l'informatique est très structurante et sous-tend la plupart des autres chantiers de transformation. Et c'est évidemment le cas en ce qui concerne les canaux de distribution.

Traditionnellement, les banques de détail ont développé leur réseau d'agences sur le constat que leur part de marché est peu ou prou proportionnelle au nombre de leurs agences. Les canaux alternatifs sont donc tout naturellement considérés comme des centres de coûts supplémentaires, mais indispensables, soit parce qu'incontournables dans la palette des services au client, soit en appui ou en relais du réseau d'agences pour des opérations à faible valeur ajoutée. La pression sur les coûts amènera inévitablement les banques à reconsidérer l'équation globale. D'une logique d'addition de coûts, on va passer à une logique d'allocation de moyens : comment ainsi, sous la contrainte d'un budget global limité affecté à la distribution, maximiser l'efficacité du dispositif complet ? La question revêt plusieurs réalités : quels types d'agences ? Avec quels effectifs et quelles missions ? Sur quels territoires ? Avec quel impact social ? Quel arbitrage entre les canaux en fonction d'une « matrice client × produit × coût » ?

Est-il besoin de préciser que les nouvelles technologies sont au cœur du sujet ? Sous peine d'apparaître comme poussiéreuses et dépassées, les banques devront dompter des outils et méthodes sur lesquels elles sont en général moins adroites que les start-up, les opérateurs de télécommunications ou des industriels de la technologie que sont les Apple, Google

et autres Facebook... D'ailleurs, ceux-ci pourraient bien avoir l'idée de profiter de leur avance technologique pour venir concurrencer les banques sur leur terrain !

D'autant que ces entreprises possèdent aussi une avance sur le plan de la connaissance client par leur maîtrise des bases de données comportementales. Sur ce point aussi, les banques devront acquérir encore de l'agilité et une capacité d'analyse pointue, de manière à détecter les nouvelles opportunités de vente, adapter et personnaliser l'offre en temps réel...

En même temps, la banque de détail devra capitaliser sur sa compétence originelle en solidifiant le socle des activités de base : la gestion du compte, les crédits, l'épargne. Ici, comme dans tous les domaines marchands, la qualité de service est clé. Elle permet de fidéliser les clients, de diminuer les coûts directs en simplifiant les procédures, de diminuer les coûts indirects de rattrapage d'erreurs, de tarifier la prestation fournie au juste prix et même d'améliorer les conditions de travail des collaborateurs. Dans la banque de détail, le départ d'un client est dans la quasi-totalité des cas motivé par un problème de qualité : qualité de la relation avec le conseiller, des produits, de l'information, des procédures... Pourtant, de nombreuses améliorations peuvent être réalisées sans développement informatique majeur et sans refonte lourde des processus. Le *lean management*, par exemple, permet d'augmenter la satisfaction des clients tout en améliorant l'efficacité globale et tout en impliquant les collaborateurs dans la réussite collective.

Car avant tout, la réussite de ces programmes de transformation repose sur les femmes et les hommes. Mener des chantiers aussi lourds, porteurs de changements majeurs dans le quotidien, au moment même où les crises amplifient les traumatismes, demande un investissement supplémentaire. Mais finalement, le plus rentable de tous, c'est l'engagement dans l'humain. Par exemple, comment passer d'une animation des commerciaux essentiellement axée sur le nombre de ventes, à une évaluation basée certes sur le « combien », mais aussi sur le « comment » ? Peut-on rapidement adapter le savoir-faire des commerciaux habitués au face-à-face à un contexte multicanal ? La mise à disposition d'un poste de travail performant et qui accompagne le changement est primordial. Mais, surtout, des efforts de formation devront être réalisés notamment auprès des managers confrontés aux générations Y et Z, comme clients et comme collaborateurs ! Réformer le management, cela commence toujours par le plus haut de la pyramide, avec comme première préoccupation de donner du sens à l'action de chacun dans l'entreprise, au service du projet collec-

tif, dont le cœur est la satisfaction des clients et des collaborateurs. Et cela va de pair, tant est perceptible par l'extérieur la manière dont ça se passe à l'intérieur !

RÉINVENTER LA PROXIMITÉ

Les changements sont rapides, multiples et permanents. La clé de la réussite se trouve donc dans l'agilité, la mobilité qu'auront les banques à anticiper, à réagir aux changements, voire à les provoquer !

Dans un monde surcontraint par la réglementation et dans lequel les clients exigent toujours plus de simplicité et de sécurité, il est difficile pour une banque de détail d'innover vraiment et de garder une avance concurrentielle sur les produits et services financiers de son cœur de métier. C'est donc sur un autre terrain que se jouera la partie. Chaque banque aura une stratégie différente, car elle s'appuiera sur sa propre histoire. Mais les gagnantes auront su réinventer, au fil des méandres du long fleuve des changements, une nouvelle proximité avec leurs clients et leurs collaborateurs.

Banques et classe politique française : le grand malentendu ?

JEAN-LOUIS CHAMBON

« ... Il faut haïr son ennemi comme si un jour il pouvait devenir un ami...
Et aimer son ami comme s'il pouvait devenir un ennemi. »
Sophocle, Ajax, 678 ; V^e s. av. J.-C.

La crise financière mondiale, d'origine quasi exclusivement anglo-saxonne, orchestrée par quelques banquiers apprentis sorciers et irresponsables a fait de nombreuses victimes collatérales dans les pays avancés, en plongeant leurs dirigeants dans des abîmes d'amertume et de perplexité.

Ainsi donc, cette classe politique qui depuis les années 1980, toutes sensibilités confondues, avait facilité l'émergence de banques puissantes et de marchés financiers efficients, *via* toujours plus de dépenses publiques, venait de découvrir l'autre visage de Janus.

Le pouvoir des États, de leurs représentants et de la classe politique avait basculé du côté des financiers, partiellement pour les Américains, les Anglais et les Japonais qui avaient su suffisamment limiter l'indépendance de leur banque centrale, quasi totalement pour l'Europe, qui par délégation, avait transmis à la BCE la gestion financière de la zone euro.

Cette crise de solvabilité des États, avérée et contagieuse en Europe, imminente sans doute dans le monde anglo-saxon, s'est accompagnée d'une crise de liquidité qui en menaçant l'équilibre même du système financier mondial a conduit la classe dirigeante à improviser un soutien prétendument concerté, et les banquiers centraux vers l'impérieuse nécessité d'user de mesures non conventionnelles.

Au total, si à ce jour le pire, celui d'un naufrage systémique, semble avoir été évité, nombre d'établissements bancaires, représentatifs de toutes les typologies, ont été emportés par le tsunami tandis que d'autres passaient sous tutelle, partielle ou totale, des États.

La facture pour les finances publiques, bien qu'assez inégale, reste très lourde pour nombre d'entre elles, justifiant la mise en place ou la promesse de mesures dites de régulation des institutions et d'appel à des comportements exemplaires pour leurs actions et les rémunérations de leurs dirigeants.

Il n'en reste pas moins que le pouvoir politique s'est progressivement livré au cours de ces années au monde de la finance, en se plaçant d'une part en situation de dépendance financière, en s'endettant au-delà du raisonnable (pour préserver chez ces populations l'illusion d'une prospérité financée par la dette), mais aussi par des connivences de tout ordre : le pire étant d'avoir installé à des postes clés de la planète finance de hauts dirigeants par trop éloignés d'une éthique irréprochable, sans aucune légitimité représentative et citoyenne, qui décident, gèrent et imposent à leur place.

L'histoire récente du FMI à travers la nomination interpartisane et très concertée de Dominique Strauss-Kahn en est hélas, la triste illustration...

Aujourd'hui, le politique revancharde s'estimant sans doute trahi a tendance à vouloir, comme un enfant gâté, rejeter le jouet qui l'a si longtemps diverti. Sentant souffler le vent anticapitaliste de l'opinion, il prétend prendre la tête de la révolte et faire rendre gorge à la finance et aux banques.

On peut, certes, en comprendre certaines motivations.

- ▶ L'on sait que des institutions et leurs dirigeants n'ont pas été parfaitement exemplaires, qui ne le regrette pas ?
- ▶ Goldman Sachs qui a entre autres conseillé la Grèce pour falsifier ses comptes puis invité les *hedge funds*, ses clients, à spéculer contre sa dette, de même que Pierre Richard pour Dexia, qui percevra pour le reste de son existence une retraite chapeau alors que l'organisation qu'il a ruinée aura disparu, ou bien encore ces grands managers qui quittent l'entreprise en extrême difficulté en empochant indemnités de rupture et retraite chapeau, certes, mais les politiques se seraient grandis en évitant de se fourvoyer dans les amalgames populistes.
- ▶ Reste qu'une part de la finance est devenue folle... C'est un fait, mais encore faut-il souligner qu'il s'agit principalement, au moins au niveau des racines du mal de la finance non régulée, le *shadow banking* pour l'essentiel, en rappelant que la régulation est en principe l'apanage de la loi et donc du politique...
- ▶ Y a-t-il eu pour autant beaucoup plus de dérives et d'anomalies dans la finance que dans les autres grands secteurs d'activités ou chez les grands

patrons de la communication, de l'industrie (la rémunération totale des dirigeants américains a représenté l'équivalent de la production économique annuelle de la Sierra Leone) ? Les rémunérations des sportifs ou des coureurs automobiles sont-elles plus justifiées ?

- ▶ Tandis que le monde politique fait régulièrement l'actualité par ses frasques électorales ou financières de même que les organisations patronales ou syndicales se distinguent dans de troubles opérations de compromis en compromissions ?

Aussi est-il à craindre que le procès qui est fait à ce jour au monde de la finance, et particulièrement aux banques, soit pollué par ces rancœurs et que la saine réflexion qui devrait conduire à redonner du sens à cette composante essentielle de l'économie s'éloigne par trop du rationnel et bascule du côté de l'émotionnel, du dogmatisme, puis du populisme.

La France, d'ailleurs n'en est-elle pas l'une des brillantes illustrations ?

Notre cher et vieux pays en effet vient de s'offrir une nouvelle « crise passion » dont il a le secret, accentuée par la campagne électorale, en déclarant unanimement, par ses politiques, la guerre aux banques et à la finance. De mémoire de Gaulois, rares ont été si parfaitement partagées causes de nos faiblesses et de nos malheurs. « [...] L'ennemi commun c'est la finance...! » À un point tel que, lorsqu'on connaît le peu d'entrain pour le consensus dans la classe politique, cela devient suspect pour qui garde un peu de recul et d'esprit critique. Regardons cela d'un peu plus près...

« L'adversaire¹, c'est la finance... » pour François Hollande.

Tandis que Nicolas Sarkozy, lui qui s'est empressé de placer trois de ses principaux collaborateurs à la tête des établissements bancaires nationaux (sans pour autant demander une révision à la baisse des rémunérations précédentes), déclarait en septembre 2011 :

« [...] Le capitalisme financier a imposé sa logique à toute l'économie et l'a pervertie. L'idée que le marché ait toujours raison est finie [...]. Ce sont les banques qui ont créé cette situation, il faudra qu'elles payent.... »

1. « Il n'a pas de nom, pas de visage, pas de parti, il ne présentera jamais sa candidature et pourtant il gouverne, cet adversaire, c'est le monde de la finance », François Hollande, discours du Bourget, 22 janvier 2012.

À noter qu'il devait aussi tenter de rassurer la City en déclarant au *Guardian* que la gauche était « *not dangerous* », qu'elle avait libéralisé l'économie et ouvert les marchés à la finance et à la privatisation. Bel exemple de schizophrénie.

Ce front commun pourrait surprendre s'il ne prenait ses racines dans les profondeurs de notre histoire, de notre culture.

Depuis les croisades dont l'un des objectifs non avoué était l'appropriation des richesses locales, en passant par les mises en cause des usuriers, les Lombards, les juifs, mais aussi les malheureux Templiers, le rapport à l'argent de la classe politique est ambigu : associé quelquefois même à la sorcellerie, toujours suspect, il projette sur le pouvoir qui lui est attaché une forme de répulsion-attirance qui fait les délices des pys...

Une forme inconsciente de lâcheté collective visant à s'économiser la douleur d'un diagnostic sans concession sur l'état de la France (est-elle en faillite ?), sur la pertinence de notre modèle social (et du dialogue qui va avec), de notre éducation, de la compétitivité de l'entreprise France, sur nos déficits et notre endettement.

Quelles en sont les raisons et les déraisons ?

Les raisons (vraies ou fausses), tous coupables, mais pas responsables ?

Les banquiers, majoritairement anglo-saxons, portent indéniablement une responsabilité écrasante dans ce gigantesque séisme qui a porté le système financier mondial au bord de l'implosion, remettant en cause ses fondations et le capitalisme libéral, entraînant une perte de valeur abyssale (près d'une année de PIB mondial), alors qu'il était censé apporter richesse et prospérité.

Mais les banquiers et les financiers auraient-ils pu créer autant de dommages si le terrain n'avait pas été aussi favorable ?

Un terrain fertilisé par des acteurs déterminants : les autorités de contrôle des marchés financiers, le laxisme monétaire de la Fed générant une abondance sans précédent de liquidités à la recherche de rémunérations extravagantes, l'inefficacité des organes de régulation et de notation, l'inertie et l'apathie du pouvoir politique, un abandon général de responsabilités en faveur des sirènes des places financières dominantes.

Les États (G7, G20) n'ont pas particulièrement brillé par leur lucidité, leur anticipation et leur vision de l'ordre économique mondial.

Aussi cette tentative de déresponsabilisation collective et de recherche de boucs émissaires, de mise en accusation des banques, de leurs dirigeants et de leurs actionnaires n'est pas très glorieuse, mais tragiquement humaine.

Le procès en sorcellerie des banques françaises et de leurs dirigeants n'est pas près de s'éteindre

Après avoir été soupçonné d'organiser la pénurie du crédit (fort heureusement le médiateur René Ricol et son adjoint William Nahum ont su agir efficacement, mais avec raison et modération), puis de résistance à la baisse des taux et enfin d'être l'une des causes principales de la récession économique, la banque française voit ses dirigeants attaqués sur le plan de l'éthique et de la morale et présentés comme des animaux à sang-froid, insensibles à la misère ambiante et jouissant outrageusement de leurs privilèges financiers !

L'inculture économique angoissante (85 % des Français affirment ne rien savoir de l'économie et s'en désintéresser totalement) laisse le champ libre à tous les démagogues pour développer des thèses infondées, irréalistes sur les finalités de l'économie et le rôle, les missions et les pratiques bancaires. La devise chère au Front populaire : « Les banques je les ferme, les banquiers je les enferme », est reprise sans complexe par les révolutionnaires du NPA ou du Front de gauche qui préconisent tout simplement « l'expropriation sans indemnité des actionnaires bancaires ».

Faut-il rappeler que « le droit de propriété est un droit inviolable et sacré. Nul ne peut en être privé si ce n'est lorsque la nécessité publique, légalement constatée l'exige évidemment et sous condition d'une juste et préalable indemnité » ? Le Conseil constitutionnel a reconnu en 1982 le droit de propriété comme l'un des principes fondateurs de la démocratie. Les banques et leurs actionnaires n'y auraient-ils pas leur place ?

Passons en revue quelques questions clés.

LES BANQUES FRANÇAISES ONT-ELLES FAILLI ?

Mettre sur le même banc d'infamie les banques françaises et le système financier mondial est une erreur d'appréciation majeure. Les banques françaises restent un acteur mineur de la déconfiture des marchés financiers ; elles sont d'abord les victimes collatérales d'errements anglo-saxons.

Nul ne peut se prémunir d'un risque systémique, aussi compétent soit-il.

D'autre part, les dommages subis, bien qu'importants, par les banques françaises ne paraissent pas devoir affecter à terme leur solvabilité. Le modèle français apparaissant actuellement comme l'un des plus résistants à ce désastre grâce au poids de la banque de détail dans ses métiers et la large implantation internationale.

LES DIRIGEANTS ONT-ILS EU UN COMPORTEMENT IRRESPONSABLE OU MORALEMENT CONTESTABLE ?

À l'exception de la perte atypique d'un grand établissement, les résultats d'exploitation montrent que les pertes proviennent pour l'essentiel de dépréciation d'actifs liée au contexte mondial. Les autres activités sont restées sous contrôle et, pour l'essentiel, leur responsabilité professionnelle ne semble pas engagée de même que leur comportement n'a paru à aucun moment dicté par la cupidité, monnaie courante dans les marchés financiers.

Ce constat confirme, si l'on excepte les quelques brebis galeuses, l'excellente réputation que les dirigeants de banques françaises ont acquise au cours de la dernière décennie aussi bien en termes de développement que de gestion.

Les dirigeants devaient-ils démissionner ?

C'est au conseil d'administration d'apprécier l'intérêt souverain de l'entreprise et de ses actionnaires en droit privé et non pas à l'État. Le comportement des grands dirigeants français concernés a été de ce point de vue conforme au droit et à l'éthique en soumettant à leur conseil le principe de leur démission. Le politique paraît vouloir s'engager sur une notion nouvelle, voisine du « trouble à l'ordre public ».

Quid des bonus ?

C'est dans ce contexte nouveau, où l'opinion publique et le pouvoir politique se disputent la légitimité de l'ordre moral que se pose la question des bonus des dirigeants bancaires. L'intervention publique dans cet espace privé a été assez mal venue, le système de rémunération des dirigeants des banques comme celui des autres entreprises privées relève des conseils d'administration qui représentent les intérêts des propriétaires des entre-

prises. Le cadre juridique est clair, le droit c'est le législateur qui est seul en mesure de le faire évoluer.

En l'état il a été respecté.

Quant à la morale, elle relève de l'ordre de la conscience des hommes, mais elle n'est donc en rien l'exclusivité des hommes politiques. Rien ne dit d'ailleurs que les conseils ne puissent prendre, comme l'a fait celui de la Citibank, les mesures que l'opinion relayée par l'État appellerait de ses vœux.

Devaient-ils rendre leur bonus ?

Cette question a fragilisé la solidarité des dirigeants bancaires et notamment ceux de la BNP d'un côté et du Crédit agricole et de la Société générale de l'autre. Il reste que les deux positions étaient parfaitement respectables ; du côté de la BNP, ce sont des considérations éthiques, personnelles qui l'ont emporté eu égard aux faibles performances de l'entreprise et, de l'autre côté, c'est du point de vue du droit que se prenait la position de principe. Et sauf à considérer que les bonus sont d'ordre public, on se demande pourquoi les politiques se sont crus investis d'une mission sacrée en la matière.

Cela démontre au moins qu'en l'absence de règles déontologiques librement établies et intelligibles, il n'y a pas de vérité sur le plan de l'éthique ; c'est d'ailleurs cette lacune que les dirigeants salariés et leurs représentants, à travers leur fédération, la FNCD, ont su combler dans les meilleurs délais à travers l'élaboration d'une charte de déontologie de la dirigeance, dans le prolongement des recommandations des employeurs (code Medef-Afep).

Mais les recommandations ne peuvent se substituer à une règle ; sans contrôle et sans sanction il n'y a pas de règles qui tiennent la route...

Quid des dividendes ?

Nous sommes tous des actionnaires : retraités, salariés, professions libérales, chefs d'entreprise et fonctionnaires qui s'en défendent.

Pour prendre une position de principe sur ce sujet, il est bon de s'en souvenir.

L'État a d'ailleurs largement favorisé ce statut à travers les PEA, les privatisations, le développement des salariés actionnaires, mais une majorité de

Français est aussi actionnaire *via* les Sicav qui gèrent leur participation, leur intéressement par leur caisse de retraite qui possède des portefeuilles importants d'actions, etc.

L'actionnaire est doublement vertueux : copropriétaire d'une entreprise, il est un acteur important du financement de l'économie ; sans épargne, il n'y a pas d'investissement et, sans investissement, il n'y a pas de développement, d'emploi, etc.

Mais c'est aussi un agent économique qui accepte de risquer son capital. Le risque est indissociable du progrès, du profit qui permet l'investissement et rémunère le risque. La contrepartie du risque c'est l'espérance de gains. Cette espérance c'est aussi le dividende qui la sanctionne. Le dividende rémunère l'immobilisation du capital à des taux voisins des placements sans risque (2 à 4 %) tandis que les plus-values ou les moins-values sanctionnent la prise de risque elle-même.

En outre, rappelons que la distribution de dividendes ne représente qu'une part, environ un tiers des bénéfiques, la différence va à l'entreprise, et que par ailleurs les résultats bénéficiaires sont largement redistribués par l'impôt.

Les actionnaires de la BNP ont, par exemple, réinvesti dans l'entreprise plus de 90 % de leurs dividendes (2011), alors que la valeur de l'action a été divisée par 3 !

Enfin, la distribution des dividendes relève d'une décision d'assemblée générale : elle est conditionnée par la capacité bénéficiaire de l'entreprise et sa stratégie en termes de réserves et de fonds propres ; elle ne relève pas de l'ordre public.

QUELQUES AUTRES DÉRAISONS, AFFIRMATIONS GRATUITES OU ERRONÉES

On a donné de l'argent public aux banques

Rien n'est plus faux, aucun argent public n'a été donné aux banques, ce sont des avances ou des prêts. Comme tous prêts, y compris les instruments sophistiqués comme les actions préférentielles, ils produisent intérêts et ont vocation à être remboursés.

De surcroît, et « c'est fort de café », cette intervention inédite de plusieurs points de vue n'a non seulement rien coûté aux contribuables, mais rap-

porté 2,5 milliards au budget de l'État ! C'est un comble ! Rançonner un secteur sinistré, c'est une première.

Ajoutons que les règles et les normes qui sont imposées en matière de fonds propres aux banques relèvent d'un nouvel intégrisme : « [...] Peut-être que certaines autorités de contrôle bancaire sont avides de rédemption pour les erreurs qu'elles ont commises dans le passé et que certaines banques d'affaires sont en mal de chiffre d'affaires », selon les commentaires de Jacquillat et Pastré.

L'argent du contribuable ne doit pas servir à payer les bonus et les dividendes

Évidemment, qui aurait pu le penser ?

L'argent du contribuable ne peut servir à payer bonus et dividendes, c'est exclusivement les résultats bénéficiaires et les réserves disponibles, selon la décision du conseil d'administration et de l'assemblée générale, qui peuvent le réaliser. Aucun dirigeant ne s'aventurerait à sortir de ce cadre, le détournement de l'argent public n'est pas dans leurs pratiques, en tout cas en France.

Aussi les déclarations de responsables politiques ont-elles pu particulièrement choquer la communauté bancaire, du style : « Nous désignerons à l'opinion les dirigeants qui refuseront d'abandonner leur bonus. ». Fouquier-Tinville n'aurait sans doute pas mieux fait.

De tels amalgames entre des notions basiques et aussi différentes que prêts, dons, résultats bénéficiaires de l'entreprise et argent public sont extrêmement dommageables pour la capacité de l'opinion à comprendre et à intégrer le fonctionnement de l'économie qui conditionne toute capacité de changement, qui fait tellement défaut à la société française.

L'entretien, souvent inconscient d'un terreau culturel franco-français où prospèrent les contresens économiques, les procès en sorcellerie, la honte de l'argent et le rejet *a priori* d'un système, le capitalisme libéral (dont on n'a encore pas trouvé une seule alternative crédible), relève d'une dérive qui compromet l'avenir même de l'impérieuse nécessité du redressement du pays.

Enfin, comme ultime contribution à la pédagogie, il paraît utile de rappeler que les banques sont un maillon essentiel du fonctionnement de l'économie.

- ▶ S'agissant du financement de l'économie, contrairement à ce que colportent les anticapitalistes, les médias et trop souvent les organisations professionnelles de petites et moyennes entreprises.
- ▶ Les banques françaises¹ sont les plus engagées en comparaison avec tous les autres systèmes européens ou anglo-saxons. Ainsi sur les trois années noires, 2008, 2009, 2010, la progression des encours de crédits a toujours été positive et supérieure à celle du PIB national, en 2011 (plus 6 %, contre 1,5), et celle de la zone euro et États-Unis.
- ▶ Sans doute cet opprobre prend aussi sa source auprès d'emprunteurs potentiels déçus par « le pouvoir de dire non », qui est en réalité un devoir lorsque l'on utilise pour son propre compte les dépôts du public pour le financement de l'économie nationale...
- ▶ En réalité, si les banques françaises ont honorablement traversé les crises récentes (comme en témoignent leurs résultats annuels), c'est que tout simplement leur modèle est bon, alors pourquoi en changer ?
- ▶ Devenues l'un des champions mondiaux d'un secteur, clé du financement de la croissance, les banques françaises constituent un atout stratégique indéniable pour notre compétitivité. Les sous-estimer, les pénaliser et, plus encore, prétendre les punir relève tout simplement de l'erreur stratégique.
- ▶ Le vrai défi reste de faire partager par l'opinion une réalité qui n'est ni tragique ni inégalitaire et encore moins aux mains des puissances de l'argent, et d'en finir avec cette ultime utopie de la perfection égalitaire qui menace la démocratie. Cette réalité est très éloignée d'un ressenti négatif entretenu par le pessimisme général dont la société française est en passe de devenir l'un des champions mondiaux.

CONCLUSION

La banque française n'a donc pas à rougir de ses performances passées et paraît en tous points capable de retrouver dans les prochaines années

1. *Revue d'économie financière* n° 104, « Les relations finance et industrie – Capital humain et finance », Baudouin Prot, « Le Secteur bancaire français, un levier de croissance et d'emplois ».

l'estime qu'elle semble avoir très injustement perdue, dans un contexte dont elle est plus la victime que l'initiateur.

Ainsi, souvent incomprises, les banques et la finance en sont devenues des mal-aimées : l'immatérialité et l'opacité des activités financières, le jargon ésotérique des spécialistes, viennent s'ajouter à l'incompréhension plus fondamentale des mécanismes économiques : « La matière première de la finance », c'est l'argent et le pouvoir qui lui est attaché avec les peurs qu'il véhicule, entretenues par le politique qui, souvent par opportunisme, lorsque ce n'est pas par populisme, surfe allègrement dans le sens du vent insufflé par l'opinion et les médias.

Certes, les évolutions des deux dernières décennies de la finance ont marqué trois tendances lourdes qui ont pu la placer sous les feux de l'opinion :

- ▶ le transfert du risque bancaire vers les particuliers et les actionnaires ;
- ▶ une concentration et un développement exceptionnels de la finance non régulée ;
- ▶ l'utilisation déraisonnable de l'effet de levier.

Mais rien n'aurait été possible si le politique n'y avait trouvé intérêt principal.

Faut-il aussi passer sous silence le fait, démontré par toutes les analyses économiques, que sans le crédit bancaire, sans l'ingénierie financière, la croissance mondiale aurait été inférieure de moitié et que 150 millions d'êtres humains de plus seraient restés dans l'extrême pauvreté, la souffrance absolue et sans doute seraient pour la plupart morts ?

Au total, c'est dans ce creuset additionnant les excès de la finance, les dérives comportementales de certains de ses dirigeants et une certaine nostalgie d'essence révolutionnaire et marxiste, que s'est installé ce grand malentendu entre les banques, la finance et la classe politique française. Les conséquences en sont potentiellement fortement négatives pour la compétitivité de notre pays.

Ce grand malentendu repose sur un triptyque.

- ▶ D'une part, l'incompréhension de la spécificité de la profession bancaire :
 - aux termes mêmes de la loi bancaire, la banque fait « profession habituelle d'utiliser pour son propre compte, de l'argent reçu du public » ;

- cette transformation est une fonction unique en même temps qu'une noble cause ;
 - sa responsabilité est aussi un pouvoir. Mais ce pouvoir de dire non est aussi l'une des raisons de l'envie qu'elle suscite et des procès d'intention ou d'action qui lui sont, injustement le plus souvent, faits ;
 - c'est aussi l'une des grandes frustrations du politique qui cherche toujours à s'en emparer. L'expérience montre que la logique bancaire et la pérennité des établissements ne supportent pas d'imposition exogène, sauf à y laisser son existence comme le Crédit lyonnais.
- D'autre part, un amalgame entre l'institution bancaire dont la mission centrale dans l'économie n'a ni équivalent ni substitution possible et ses dirigeants grands managers, le plus souvent, plutôt que propriétaires.

Ceux-ci, d'origine publique ou privée, peuvent utiliser à leur profit le pouvoir que leur statut et leur institution leur confère, dans des proportions indécentes ; d'autant plus insupportables qu'elles interviennent dans un contexte de difficultés financières ou sociales de l'organisation qu'ils dirigent.

- Enfin, l'absence d'une claire vision stratégique sur l'avantage compétitif décisif que représente la puissance d'un système bancaire pour la souveraineté et la compétitivité d'une nation dans la concurrence mondiale.

Il n'y a pas de pays prospère sans banques prospères et il n'y a pas de banques prospères sans autonomie financière (ce qui suppose capitaux propres élevés, rentabilité permettant d'attirer des actionnaires, en dépit du risque, et liberté d'action suffisante pour pouvoir rivaliser à l'échelon international).

Dans ce sens, toute mesure qui peut pénaliser arbitrairement et unilatéralement le système bancaire français (taxations sur impositions, découpages, excès de tutelle) se situe en total contresens par rapport à l'intérêt général et du pays.

C'est une vision de très court terme qui hypothèque d'autant largement l'avenir.

Bien sûr, rien n'est jamais acquis, et notre système bancaire n'est pas à l'abri de rencontrer d'autres difficultés. La première étant à mettre en regard de la gestion irresponsable de l'endettement public des hommes qui se prétendent « d'État » et de la crise de confiance sans précédent que leurs actions ont fait naître ; ceux d'entre eux qui se présentent en « donneur de leçons »

et en « grands ordonnateurs de l'ordre mondial » devraient commencer par balayer devant leur porte.

Il est des temps où l'humilité et l'honneur sont indissociables, comme en témoignait Jules Lequier : « Quand on croit détenir la vérité, il faut savoir que l'on croit et non pas croire que l'on sait. »

La diabolisation ne fait jamais avancer la compréhension et paralyse l'action.

Rappelons avec Sophocle « ... qu'il faut haïr son ennemi comme si un jour il pouvait devenir ami et aimer son ami comme s'il pouvait devenir un ennemi ».

La prudence invite les deux parties à s'en inspirer au plus tôt.

Sans doute y a-t-il quelque chose de Don Quichotte ou de masochiste dans la volonté d'être dans cette période troublée du côté de l'avocat des banques françaises et de la pédagogie pour la finance... Les plaidoyers pour les banques se font rares, mais c'est aussi un devoir de s'opposer autant que faire se peut à la facilité qu'a le politique à se cacher derrière les boucs émissaires là où sa propre responsabilité est patente.

Le courage pour la classe politique ne peut se résumer à hurler avec les loups, flatter l'opinion et entretenir ses peurs.

Refuser ce type de facilités serait à son honneur lorsque l'intérêt de long terme du pays est en cause, ce qui est le cas du secteur bancaire, « un levier de croissance et d'emploi et un gisement de développement du capital humain. »¹

C'est dans cette lucidité que se reconnaissent les hommes d'État.

« Savoir raison garder », et si possible avec sang-froid, voilà le cap.

Puisse le politique retrouver sa boussole par ces temps de fortes brumes et de grandes marées.

1. *Op. cit.*

Les salaires des banquiers : la fin du festin ?

FRANÇOIS MEUNIER

Le présent chapitre développe la thèse suivante : certaines tendances lourdes, venant pour partie d'initiatives réglementaires, mais surtout de dynamiques propres au secteur, sont à l'œuvre dans l'industrie financière. C'est particulièrement le cas dans la banque d'investissement, celle qui s'occupe du financement et du conseil aux entreprises et qui intervient sur les marchés financiers comme intermédiaires entre investisseurs et émetteurs, une activité vitale pour l'économie (Goodhart, 2011). Des changements assez profonds sont à attendre dans son organisation industrielle. On formule ici la conjecture qu'une des conséquences de ces changements en cours pourrait être la réduction de la rente dégagée par le secteur financier sur le secteur non financier et, par voie de conséquence, une réduction du niveau de rémunération de ses salariés (mais, on le verra, pas forcément de ses actionnaires). Pour le développement de cette thèse, il convient dans un premier temps de rappeler les trois explications les plus courantes au phénomène d'hypersalaires dans la banque ; puis d'évoquer les changements perceptibles dans cette industrie et leur impact probable sur la formation des revenus de ses actionnaires et de ses salariés.

LE POURQUOI DES HYPERSALAIRES

Depuis l'affaire Kerviel en France, le grand public connaît mieux le très haut niveau de certaines rémunérations dans les banques d'investissement. Ainsi, le salaire moyen annuel à Wall Street s'établit pour 2010 à près de 300 000 dollars, contre 64 000 dollars pour le reste des salariés travaillant à New York. Le phénomène est moindre en France, mais on comptait plusieurs salariés avant la crise qui gagnaient autant que le sportif le mieux payé, trois fois plus que le P.-D.G. le mieux payé et 400 fois plus qu'un enseignant dans le secondaire avec vingt ans d'expérience.

Ce phénomène propre à la finance réclame une explication. Comment, dans des conditions de marché supposées normales et pour des personnes travaillant dans une relation salarié-employeur traditionnelle, de tels niveaux de salaire peuvent-ils être atteints ?

Trois grandes pistes d'explication sont avancées¹. La première consiste à dire que l'industrie de la finance est une des plus sophistiquées qui soient et requiert des talents particuliers ; les rémunérations y sont à la mesure d'une productivité individuelle à la fois élevée et démultipliée par les effets d'échelle propres à cette industrie. La deuxième se concentre sur la relation employé-employeur et identifie une capacité hors du commun de l'employé à capter la valeur créée, au détriment des actionnaires. La troisième identifie une position de rente abusive des banques vis-à-vis de leurs clients, dont profitent solidairement les salariés et les actionnaires. Les salariés sont bien payés tout simplement parce que la banque d'investissement est très riche, et l'est par simple égalité comptable, sur le dos du secteur non financier.

La crise financière ouverte en 2007 déconsidère quelque peu la première explication. Il apparaît à présent plus facile d'être talentueux dans un marché porté par la bulle de crédit que dans les marchés financiers déprimés que nous connaissons aujourd'hui. De plus, elle n'arrive pas à expliquer pourquoi cet écart de rémunération entre l'industrie de la finance et le reste de l'économie s'est creusé à ce point en une génération. Par exemple, Philippon et Reshef, en 2009, montrent qu'à compétence égale, un salarié du secteur financier gagnait au début des années 1980 le même salaire que s'il avait travaillé dans un autre secteur. L'écart s'est creusé continuellement depuis, jusqu'à un écart de 60 % en 2000.

Les deux dernières explications relèvent clairement d'anomalies de marchés. Le marché du travail serait à cet égard beaucoup moins efficient que les marchés financiers. Il conduirait à une allocation déplorable des ressources en emploi, drainant une population trop importante d'ingénieurs et autres jeunes de talent vers les métiers de la finance au détriment des autres secteurs de l'économie ; et il dérèglerait complètement les incitations individuelles au sein des banques d'investissement, conduisant à des prises de risque injustifiées ou à des comportements délictueux. Reste à voir d'où viennent ces anomalies.

1. Pour une revue de la littérature à ce sujet, voir Meunier, 2010.

Des salariés qui contrôlent la rente

Traditionnellement, l'actionnaire est vu comme détenant la majorité des droits politiques sur l'entreprise et ses actifs. L'actionnaire a une sorte de contrat ouvert par lequel il touche ce qui reste après que l'entreprise a acquitté ses obligations avec les tiers, en payant les salaires ou les intérêts de la dette.

Mais ce modèle ne traduit qu'un mode possible du contrôle de l'entreprise. Que se passe-t-il si celle-ci doit faire de lourds investissements dans la formation des salariés ou dans leur recrutement ? Que se passe-t-il si les salariés arrivent à capter partiellement sur leur nom une partie du fonds de commerce, à savoir les clients ? L'entreprise subit alors des coûts élevés si le salarié quitte l'entreprise. Le contrat de travail change de nature, les salariés pouvant être en mesure d'extraire une rente liée à leur position ou leur longévité dans l'entreprise. C'est la deuxième explication aux hypersalaires dans la banque.

Deux éléments concourent à renforcer la main des salariés dans l'industrie financière. Tout d'abord, la banque a peu de moyens de conserver pour elle le savoir-faire du salarié, sous la forme de brevets ou de restrictions à la circulation sur le marché du travail. Les produits financiers ou les innovations juridiques, même les plus sophistiqués, ne sont pas brevetables et, une fois mis au point, leur production est facilement transférable, pourvu qu'elle soit mise en œuvre par des salariés qui ont le savoir-faire. Comparez avec les laboratoires pharmaceutiques dont les salariés chercheurs mettent au point des médicaments au succès planétaire. Pour autant, les salaires de ces chercheurs restent dans la norme commune. En effet, la bonne formule n'est rien sans son coûteux développement et elle est brevetable, donc non transférable par le salarié à un autre laboratoire. Les banquiers salariés acquièrent leur position de force en raison de la facilité à transférer le capital intellectuel de l'entreprise. Olivier Godechot (2007) est en France celui qui a le plus étudié ce phénomène. Il fait la comparaison avec le pirate qui a la possibilité de livrer à d'autres la cachette du trésor. Sa rémunération n'est plus sa contribution – marginale au mieux – à la constitution du trésor, mais potentiellement tout le trésor. C'est le modèle du *hold-up*, terme consacré par ce courant de recherche. Pour parler cru, le salarié « cambriole » la banque qui l'emploie. Les mieux payés ne sont d'ailleurs pas ceux qui ont le savoir le plus pointu (par exemple le statisticien capable de modéliser les produits financiers), parce que ce

savoir, bien codifié, est d'une certaine façon le plus reproductible. Ils vont plutôt au chef de salle qui peut mettre en œuvre l'ensemble complexe de tels actifs, dont le recrutement du spécialiste statisticien ou informaticien. Il devient dans ce cas difficile à l'actionnaire de capturer toute la rente de l'activité. Mon fonds de commerce, dit plaisamment le patron de la banque, prend l'ascenseur le soir en partant. L'actionnaire devient en quelque sorte l'hôtelier qui héberge et fournit le capital. La concurrence entre établissements fait rage sur le marché des actifs que constituent des équipes soudées et compétentes de banquiers.

Le phénomène a été renforcé par la bulle de crédit d'avant la crise financière, comme il l'avait été lors de la bulle de crédit des années 1920, pour retrouver l'observation faite par Philippon et Reshef. L'abondance des fonds à investir a réduit le poids politique de l'apport de capital.

Le deuxième élément propre à la finance est le caractère très fermé du marché du travail, avec des mécanismes de *closed shop*. C'est l'ensemble du management qui est solidaire du niveau de rémunération. Le chef de salle dira qu'il paie son trader tel niveau parce que « c'est le prix de marché, et on n'y peut rien ». Mais il en profite lui-même et tout le management au-dessus de lui. Il y a donc conflit d'intérêts au sein même du management chargé de fixer les conditions salariales. Par ailleurs, l'entrée de nouveaux salariés est extrêmement limitée (les grandes écoles d'ingénieurs et de commerce, avec des frustrations pour ceux qui ne viennent pas de ce monde-là, comme l'a montré l'affaire Kerviel). De nombreux candidats prêts à embrasser ces métiers restent à la porte sans exercer de pression à la baisse sur les salaires.

Cette fermeture du marché est renforcée par les fortes économies d'échelle dues à la localisation dans une place financière importante, ce qui barre pour un temps l'implantation à Mumbai, avec des statisticiens indiens et une stratégie de *low cost*.

Dernier point, il est très difficile de réduire les coûts salariaux, y compris les bonus, en cas de mauvaise conjoncture, précisément en raison de la concurrence entre banques sur les meilleures équipes. Par exemple, deux des fleurons de la banque d'investissement, Goldman Sachs et Morgan Stanley, ont eu un rendement sur fonds propres (ROE) inférieur à 4 % en 2011, sans que les niveaux salariaux baissent très fortement.

Une collusion salariés-actionnaire

La troisième explication pointe au contraire la convergence d'intérêts entre actionnaires et banquiers salariés. En effet, la banque d'investissement a été, avant les déconvenues de la crise financière, extrêmement rentable pour l'actionnaire. S'il se fait voler par le salarié, c'est dans des conditions très agréables. Salariés et actionnaires, sans doute en conflit pour le partage de la rente, sont unis face au client pour avoir la rentabilité la plus grande. L'analyse ne peut s'arrêter aux relations entre actionnaires et salariés. Elle est triangulaire et oblige à une analyse du pouvoir de marché de la banque face à son client.

Avant la crise, Goldman Sachs avait dégagé un ROE après impôts de 33 % en 2006 et en 2007. Il en allait de même pour les banques françaises. En 2006, le pôle banque d'investissement de BNP Paribas avait dégagé un ROE avant impôts de 39,9 % ; celui de Société générale un ROE après impôts de 55,6 %.

Il faut même corriger ces ROE à la hausse en leur ajoutant la portion de la rente qui va aux salariés sous la forme d'hypersalaires. Philippon et Reshef, dans l'article cité, estiment à 40 % la surrémunération servie aux banquiers, et donc, sachant que les salaires représentent en gros 60 % du produit net bancaire, près d'un quart de ce produit. Meunier (2007) chiffre ainsi à 10,4 milliards de dollars la rente captée par Goldman Sachs à cette époque ; et à 8 milliards celle captée par les trois grandes banques françaises, BNP, SG et CA, cela en décomptant bien une rémunération normale du capital, fixée de plus généreusement à 15 %. L'essentiel de cette rente sur l'économie française, y compris allant aux banques françaises, est perçue hors de France, par les places financières dominantes que sont la City et Wall Street.

Pourquoi la concurrence joue peu à réduire ces profits

Comment se fait-il que le mécanisme de la concurrence ne fasse pas baisser cette rentabilité ? Plusieurs mécanismes semblent à l'œuvre.

- ▶ Première raison, le coût du service est souvent facturé en pourcentage d'un montant de transaction, ce qui le rend assez indolore pour le client, malgré son niveau très élevé : de 3 % à 7 % pour une levée de fonds dans le cadre d'une mise en Bourse, 1 % pour une émission d'actions, 0,3 % pour une émission obligataire, etc. Pour les activités de marché, en pourcentage du volume de la transaction.

- Deuxième raison, les tarifs sont souvent opaques pour le client, même s'il s'agit de produits relativement simples, typiquement une solution de *cash management*. Et on note l'absence, à la différence de l'industrie de l'assurance, d'intermédiaires tels les courtiers d'assurance qui conseillent et renforcent la main de l'acheteur. L'innovation financière contribue aussi au phénomène de captation, même quand il s'agit d'une vraie innovation et non d'un montage marketing conçue pour renforcer l'opacité, comme le montrent Biais, Rochet et Woolley (2010).
- La troisième raison vaut davantage pour l'activité dite de *corporate finance* que pour la banque de marché. Elle tient à la nature très particulière de la concurrence autour des clients, qui pourrait faciliter indirectement la collusion. La logique est celle-ci : les rémunérations forment le gros des coûts de production d'une banque d'investissement et s'établissent au niveau courant du marché. Une autre banque ne viendrait pas déroger à cette convention commode puisqu'elle lui permet de savoir à l'avance les coûts de son concurrent, et donc de se donner une cible de prix. Les tarifs prennent alors le caractère quasi réglementé qu'on a vu. La concurrence joue alors secondairement sur les prix, principalement sur la prestation commerciale pour obtenir le mandat, ce qui charge les coûts commerciaux et donc, à nouveau, les tarifs. Les marges de négociation pour l'entreprise cliente deviennent très faibles. Cela d'autant plus que l'industrie de la finance a évolué au fil du temps vers une structure oligopolistique d'un club étroit de grandes banques d'investissement.

Ce pouvoir de marché est indirectement attesté par les banques elles-mêmes. Confrontées à l'exigence des normalisateurs bancaires d'un cousin de fonds propres accru au titre de Bâle III, leur communication est axée sur le fait que ces fonds propres accrus vont impliquer un coût du crédit et des services bancaires plus élevés pour les clients, particulièrement pour les PME. Mais c'est implicitement indiquer qu'elles attendent un rendement des fonds propres identique avant et après la réforme (ce qui ne se justifie nullement puisque le moindre levier de dette va réduire le risque des fonds propres), et donc qu'elles pourront répercuter le coût accru sur les clients.

Une régulation mal à l'aise

Face à des vendeurs indirectement coalisés ou dont les prix sont indolores ou incompréhensibles, la régulation est très mal armée. D'abord, en raison de la complexité des relations de marché rendant difficile la détection

d'anomalies ou de collusion. Ensuite, parce qu'il y a conflit au sein même de la régulation entre son champ prudentiel (disons l'Autorité de contrôle prudentiel et l'Autorité de la concurrence en France). Le souci prudentiel, celui qui veille à une bonne solvabilité des banques et à un risque systémique réduit, consiste à imposer à l'industrie de nouvelles contraintes dont l'effet est d'accroître les barrières à l'entrée pour de nouveaux entrants et donc de réduire la concurrence. De plus, on sait que la concurrence entre banques sur le marché du crédit, et d'une manière générale pour tous les produits à risque, conduit souvent à une course vers le bas qui accroît le risque bancaire.

Au total, très peu de nouveaux acteurs apparaissent, ce qui est un paradoxe pour une industrie qui se vante des nombreuses innovations qu'elle fait naître (on considère fréquemment qu'un indice de forte innovation dans une industrie est l'émergence continue de nouveaux acteurs qui viennent rebattre les cartes, comme pour le secteur des médias, de l'informatique ou de l'électronique grand public). S'il y a innovation, on ne voit pas les nouvelles firmes pour les porter. En 1998, les cinq plus grandes banques mondiales portaient environ 8 % des actifs bancaires mondiaux ; en 2008, le chiffre est 16 %. Elles se sont toutes mises massivement dans les métiers de banque d'investissement. En France, la crise a même conduit à réduire de deux le nombre déjà réduit de banques universelles : Caisses d'épargne, rejoignant Banques populaires au sein de BPCE, et Dexia qui a sombré.

Enfin, on ne peut négliger l'influence marquée qu'exercent les banquiers sur les régulateurs et les législateurs, comme le constate Hélène Rey (2010) à la suite de nombreux économistes : par des moyens financiers colossaux comme aux États-Unis, par l'intimité sociale entre dirigeants bancaires et haute administration en France, par coterie des grands corps d'État.

VERS UN AUTRE MODÈLE DE FORMATION DES REVENUS BANCAIRES ?

L'analyse qui précède montre que les hypersalaires bancaires sont un sujet global qui concerne les relations entre salariés, clients et actionnaires. Le retour des salaires bancaires à des normes plus communes ne peut donc se faire que de deux façons : en changeant le rapport de force dans les banques au profit des actionnaires, en changeant le rapport de force du secteur non financier à l'endroit des banques. On décèle quatre facteurs qui semblent jouer aujourd'hui à ces rééquilibres.

La conjoncture

La mondialisation, servie par la croissance forte des deux dernières décennies, a fait bondir les échanges de biens et de capitaux dans un monde où la recherche de l'information et du prix résulte d'échanges répétés sur les marchés financiers. De même, elle s'est opérée dans une conjoncture d'inflation réprimée pour les biens et services – ce fut le succès des banquiers centraux devenus indépendants –, mais de vive inflation pour les prix des actifs financiers. La liaison étant forte entre les volumes et prix des actifs financiers et les revenus bancaires, ces derniers ont connu une vive croissance. Les mêmes causes jouant à l'envers aujourd'hui, on assiste maintenant à leur décroissance.

L'opprobre social

Face à l'hyper-rémunération des banques et des banquiers, il y a maintenant un sentiment d'outrage, comme l'exprime la langue anglaise, la crise remettant en force les questions d'égalité dans l'agenda politique. L'influence directe de l'indignation sur la fixation des salaires restera probablement faible. Tout au plus joue-t-elle à dissuader certains jeunes de rejoindre ces professions moins porteuses de prestige qu'autrefois. L'influence est surtout indirecte, sur le corps politique, sur les comités de rémunération et les assemblées générales, plus regardants sur les rémunérations des cadres dirigeants, sur les régulateurs et sur les décideurs des entreprises clientes.

Par exemple, on sent chez ces derniers un fort appel à davantage de transparence dans les relations entre les banques et les entreprises et un soutien à l'un des thèmes majeurs de l'agenda de la régulation bancaire qui est la réduction des marchés de gré à gré, dits OTC, au profit d'un retour vers des marchés organisés. Pour être concret, la résurrection de marchés tel qu'était le Matif en France en lieu et place de couverture de taux d'intérêt OTC entre la banque et son client. Les trésoriers d'entreprise ont pensé mieux valoriser leur métier à préférer le sur-mesure (d'autant qu'ils y étaient récompensés par les actions commerciales des banques). Mais il s'agit d'une illusion : il est techniquement plus intéressant, et en tout cas bien moins coûteux pour l'entreprise de faire la couverture de risque par le Meccano des marchés organisés. Ils pouvaient se moquer d'une certaine façon de l'insécurité systémique que l'opacité crée (ce n'est pas leur travail). En revanche, ils ne peuvent être indifférents à cette opacité quand elle

permet aux banques d'engranger leurs surprofits, et aux banquiers ou traders en contrepartie de toucher des rémunérations qui sont des multiples des leurs. C'est ici qu'on retrouve l'opprobre.

La régulation

Elle joue à plusieurs niveaux.

- ▶ Des plafonds sur les salaires. Les mesures d'encadrement des bonus proposées récemment à Londres, Paris et Francfort, consistant à les payer en instruments autres que du *cash*, par exemple des créances assises sur la rentabilité à venir des établissements bancaires, peuvent avoir de l'effet. On a vu le rôle des conventions dans la fixation salariale, une banque craignant de perdre le meilleur de ses talents a devancé le mouvement de baisse des salaires. C'est l'argument que donnent les managements bancaires en place. Pourtant, une loi peut imposer une nouvelle convention sur le marché, assurant le dirigeant bancaire que la menace de ses concurrents viendra moins qu'avant du marché du travail. Certains responsables de banque critiquent la mesure avec l'argument de la concurrence, mais on ne peut exclure qu'une telle position vienne moins de l'examen d'un intérêt à long terme du secteur que de celui de leur propre rémunération.
- ▶ Un capital requis plus élevé. Les nouvelles normes en matière de capital requis au titre de Bâle III ont des effets paradoxaux. Les banques font aujourd'hui du *lobby* pour que les réformes réglementaires n'alourdissent pas à l'excès les exigences en fonds propres. Leurs actionnaires pourraient se faire l'observation, à titre de consolation, que cette exigence, en accroissant les besoins en capitaux, renforce leur main face aux salariés et au management dans le partage de la valeur créée.
 - Une exigence de liquidité plus forte. On a beaucoup évoqué le fait que les grandes banques universelles bénéficient pour leurs activités de marché de la protection implicite – et gratuite – fournie par la puissance publique aux métiers de gestion de la monnaie et des dépôts. On parle beaucoup moins du fait que, intégrée dans une banque universelle, avec donc un statut bancaire et le riche réservoir de dépôts de la banque commerciale, la banque d'investissement bénéficie d'un très facile accès à la liquidité, en dialogue constant avec le marché interbancaire et la banque centrale. Il est significatif que les scandales de pertes abyssales dans les salles de marché (Société générale il y a

trois ans, UBS pour l'avant-dernier en date, J.P. Morgan et sa « baleine de la Tamise », tout récemment) soient plutôt arrivés dans des grandes banques universelles plutôt que par exemple chez les *hedge funds* ou *trading houses*. Il est difficile pour une entité non bancaire devant se battre pour garantir sa liquidité que le trésorier ne tique pas quand on lui demande de basculer un milliard de dollars pour solder une opération. Le bon vieux principe du rapprochement trésorerie-comptabilité est toujours exigé quand la trésorerie est rare.

La réglementation Bâle III, ainsi que la conjoncture d'assèchement de l'interbancaire, réduit donc la capacité de la plupart des banques d'investissement, y compris celles immergées dans des banques universelles, à capter la liquidité. Cela peut dégrader le compte d'exploitation, mais il y a en retour un avantage sur la gestion du risque, et surtout s'agissant des salaires sur la captation de la rente par les traders. Indirectement, pour revenir à l'exemple cité précédemment, cela peut favoriser le retour aux marchés organisés par rapport aux marchés de gré à gré pour les échanges de produits de couverture financière. En effet, un des arguments commerciaux des banques en faveur du gré à gré est de dire qu'elles n'imposent pas pour le client, à la différence d'un marché organisé, le financement des appels de marge, c'est-à-dire des garanties *cash* en cas d'évolution défavorable du sous-jacent. En leur qualité de banques, elles prêtent au client le montant appelé. Il s'agit ici d'un avantage anticoncurrentiel manifeste donné aux grandes banques universelles sur les autres acteurs de la finance et sur les clients entreprises. L'assèchement actuel des marchés du refinancement bancaire change la donne.

- La concurrence. Les autorités de la concurrence ont moins de scrupules à s'intéresser à la formation des prix pour les services financiers. L'autorité britannique de la concurrence a lancé en juin 2010 une enquête sur la fixation des commissions de levées de capital en Bourse : elles restent fixées à 3,5 % (contre 2 % il y a dix ans) et cela quelle que soit la conjoncture. Cette initiative vient après qu'un *pool* de banques a pu facturer un milliard de livres à Prudential dans le cadre de la tentative d'OPA, pourtant finalement avortée, de cette dernière sur la filiale d'AIG en Asie. De même, le cas révélé du gonflage par certaines banques au Royaume-Uni, dont Barclays, des chiffres entrant dans la fixation du Libor (un indice qui sert par exemple à facturer un client sur son crédit immobilier !) incite à des investigations plus poussées.

Comme on l'a vu, les régulateurs privilégient, dans l'émoi actuel lié à la crise, le prudentiel sur le concurrentiel. On retrouve toutefois de nos jours une claire convergence de ces deux grandes tutelles dans deux domaines.

- Sur la question de la transparence. Promouvoir des normes comptables qui forcent les banques et les entreprises à isoler le coût de service de la transaction en capital irait dans le même sens. Pour un trésorier, la partie de pur service du produit de couverture vendu par les banques apparaîtrait en comptabilité comme ce qu'elle est, c'est-à-dire un coût d'exploitation de l'entreprise, qu'on arrête de masquer dans les replis du bilan. À se voir coller la « douloureuse » sur la table, on n'oublie plus de la regarder. Imposer les marchés organisés plutôt que le gré à gré est fait dans un but prudentiel, mais c'est aussi un moyen de révéler les marges et les prix, ce qui aide à la concurrence.
- Sur la question de la taille des établissements bancaires, pour limiter la prise en otage de l'autorité politique quand un très grand établissement menace de faire faillite. On voit le souhait croissant des régulateurs de séparer les activités de banque commerciale et de banque d'investissement sous une forme légère (Vickers, 2011, au Royaume-Uni) ou plus forte (le retour à la législation Glass-Steagall mise en place lors du New Deal de Roosevelt et démantelée au cours des années 1990).

On a vu que l'accroissement de la concurrence joue de façon ambivalente sur les salaires des banquiers. Il réduit la rente extraite sur le secteur non financier de l'économie, ce qui pousse à la réduction des salaires ; mais il accroît la compétition entre établissements sur le marché du travail (notamment pour les *traders* entre banque d'investissement et *hedge funds*), ce qui a l'effet inverse. On peut penser toutefois que le premier effet l'emporte, surtout si le régulateur commence à s'intéresser au fonctionnement de ce marché du travail.

Le mouvement naturel de l'industrie

L'industrie bancaire se remodèle. Il semble qu'on assiste, à la fois par pente naturelle et par pression des régulateurs, à un émiettement des métiers de banque d'investissement sur des unités plus petites que les grandes banques actuelles, davantage séparées des métiers de banque commerciale, et avec un mode de gouvernance reposant plus sur le partenariat que sur celui de sociétés à capitaux fermés dont la gouvernance repose sur une structure

salariale. Ce serait un retour en arrière, à une époque pas si lointaine où les services de banque d'investissement étaient assurés à la City et à Wall Street par des maisons de titres et de courtage. En clair, sur le modèle aujourd'hui des boutiques de *corporate finance*, des *hedge funds* et des *equity funds*, une partie importante de ce que les régulateurs appellent avec méfiance le *shadow banking*.

Ainsi, au moment où le nombre d'établissements bancaires se réduisaient, les *hedge funds* se sont multipliés : les cinq plus gros d'entre eux ne gèrent plus aujourd'hui qu'environ 8 % des actifs financiers sous gestion, quand ce chiffre était de 30 % il y a dix ans. Le plus gros de ces fonds gère 40 milliards de dollars quand les banques les plus grosses ont un actif qui dépasse les 3 trilliards de dollars, soit 75 fois plus. Certains d'entre eux (Blackstone ou, pour prendre un exemple repoussoir, MF Global, mis récemment en faillite) empiètent sur des activités de marché ou de *corporate finance* (voir pour établir cette comparaison, Alessandri et Haldane, 2009).

Les barrières à l'entrée se sont accrues dans la banque, comme effet collatéral de la régulation prudentielle. À l'inverse, elles restent heureusement encore basses dans le métier des *hedge funds*. Qui dit entrées rapides, dit sorties tout aussi rapides, ce qui est l'indice qu'il n'y a pas de position acquise. Le taux d'attrition dans cette industrie est compris entre 5 % et 10 % l'an, et encore davantage depuis peu. Comparé à ce chiffre important, il n'y avait jusqu'à la crise quasiment pas de faillites bancaires, en raison du parapluie qu'offre la puissance publique.

Cette mobilité facilite la concurrence et évite les situations d'oligopoles qu'on observe sur les grandes places financières. Sans illusion abusive toutefois : il faut rappeler que déjà, en 1947, une époque de profusion du nombre d'intermédiaires financiers, le gouvernement américain avait poursuivi dix-sept maisons de titres de Wall Street, dont Goldman Sachs, pour collusion dans la fixation tarifaire des émissions de titres, enfin et peut-être surtout, les *hedge funds* ont certaines bonnes propriétés comme modèle d'encadrement des salariés et de contrôle des rémunérations, tout en arrivant eux aussi à extraire de fortes rémunérations dans le domaine de la gestion de l'épargne. Il faut rappeler que l'origine historique des bonus se trouve dans les petites maisons de courtage de Wall Street ou les boutiques de banques d'affaires. Il s'agissait de ne pas fonctionner avec des coûts fixes trop élevés si on voulait maximiser le profit des partenaires. Lors des mauvaises périodes, le coût salarial s'ajustait à la baisse et le système du bonus était une assurance contre la volatilité des résultats. Les *hedge*

funds aujourd'hui copient plus ou moins ce modèle. Les grandes banques le reproduisent sous la pression de la concurrence, mais dans le contexte bureaucratique d'entreprises à effectif très nombreux soumis bien sûr au droit du travail standard. Leur souhait de pouvoir couper les rémunérations en période défavorable s'est révélé au fil du temps illusoire, la bonne conjoncture faisant certes monter les bonus, mais avec un cliquet à la baisse.

Le marché du travail aide donc à la fragmentation de l'industrie de la banque d'investissement, comme cela a été le cas il y a quinze ans pour les métiers de gestion d'actifs qui ont quasiment tous quitté le périmètre bancaire, sauf encore en France, pays extrême dans l'application du modèle de banque universelle. C'est déjà le cas pour les métiers de conseil, avec la naissance de boutiques jouant le rôle d'intermédiaire, pour le M&A ou les émissions de titres, entre les clients entreprises et les banques (sur le modèle des courtiers). La structure capitaliste lourde qu'est une banque à capital ouvert n'est plus le lieu d'accueil obligé de ces activités. Bien évidemment, les mêmes défauts reviennent et certains *hedge funds* et *equity funds* recrutent activement des salariés – et non des partenaires – à prix d'or.

Il n'est pas utile que ces nouveaux acteurs aient le plein statut de banques, sauf peut-être pour certains d'entre eux, et contre rémunération, un statut leur donnant la protection dite du prêteur en dernier ressort par la banque centrale, pour protéger contre les chocs systémiques de liquidité.

CONCLUSION

Il est donc probable qu'on assiste à un processus de déconsolidation de l'industrie de banque d'investissement dans les années à venir. Il faudra suivre ce qu'il en résultera sur le niveau de la rente extraite sur le secteur non financier. Mais les distorsions salariales dont a tant profité une jeunesse dopée au bonus pourraient désormais se réduire.

L'investissement durable

CAROLINE BERTIN DELACOUR

DES BESOINS D'INVESTISSEMENT CONSIDÉRABLES

Les besoins en investissement durable sont immenses et variés. Il s'agit de développer l'innovation et la croissance dans les pays industrialisés pour leur permettre de se positionner dans la compétition mondiale. Il s'agit de doper l'emploi et la formation professionnelle, pour éviter la coexistence de millions de chômeurs avec des millions d'emplois qualifiés non pourvus. Il s'agit de financer l'allongement de l'espérance de vie : la retraite, insuffisamment couverte par les systèmes par répartition, la maison intelligente, dotée de la domotique, l'informatique et la robotique facilitant la vie des personnes âgées, les services de santé adaptés à la dépendance.

Il s'agit aussi de financer le développement durable qui propose à l'échelle de la planète, et selon une conception globalisée, de concilier les besoins du présent avec ceux des générations futures, le droit d'utiliser aujourd'hui les ressources avec le devoir d'en assurer la pérennité, la croissance économique avec le progrès social et le respect de la nature. Énergies renouvelables, lutte contre le réchauffement climatique, *cleantech*, efficacité environnementale, recyclage, gestion des déchets et des eaux usées, urbanisme écologique, transports verts, etc., exigent des financements de long terme : il faut trouver plus de mille milliards de dollars par an¹ !

Il faut encore financer les infrastructures : transports, télécommunications, production et distribution d'eau et d'énergie. Il peut s'agir de les construire (projets *greenfield*), de les moderniser et les rénover (projets *brownfield*) ou de les entretenir et les gérer. Les besoins sont encore plus considérables : entre 1 600 et 2 500 milliards d'euros par an sur les vingt prochaines années, dont 500 milliards dans les pays émergents et 160 milliards en Europe.

1. L'OCDE estime à 45 000 milliards de dollars d'ici à 2040 les besoins en financement pour lutter contre le réchauffement climatique.

Qui peut financer ces investissements durables ? Le profil type de l'investisseur de long terme peut être décrit comme suit : un horizon supérieur à dix ans pour s'affranchir des cycles conjoncturels, voire à vingt-cinq ans pour profiter aux générations suivantes ; des ressources stables, voire permanentes, ce qui va de pair avec des passifs ou des engagements longs, voire inexistantes.

Les investisseurs présentant ces caractéristiques sont rares. Nous évoquerons les fonds de pension et les compagnies d'assurances, les groupes familiaux, les fonds d'infrastructures et les fonds souverains¹. En outre, ces acteurs, s'ils ont la capacité de financer les investissements de long terme, ne sont pas toujours enclins à le faire. L'offre de financement est insuffisante par rapport aux besoins en investissement durable, de telle sorte que des incitations seraient bienvenues.

FONDS DE PENSION ET COMPAGNIES D'ASSURANCES

Avec 50 000 milliards de dollars environ d'actifs sous gestion², les fonds de pension et les compagnies d'assurances figurent parmi les acteurs les plus importants de la scène financière internationale. Si l'investissement n'est pas leur cœur de métier – les compagnies d'assurances ont pour vocation première de garantir des risques et les fonds de pension, de financer les retraites –, ils sont amenés à placer les primes et cotisations qu'ils reçoivent dans des produits dont l'horizon de détention est lié à celui de la matérialisation des sinistres et des pensions qu'elles couvrent. Peuvent ainsi être placées dans des investissements de long terme les sommes versées pour couvrir des risques longs : retraite, dépendance, risques environnementaux et technologiques, litiges, responsabilité civile professionnelle et responsabilité des dirigeants³.

Ainsi, les fonds de pension représentent près de la moitié des investisseurs en infrastructures⁴. Ils sont attirés par la régularité des revenus générés par ces actifs et leur indexation sur l'inflation. Quatre fonds de pension

-
1. On pourrait aussi citer les fondations et organismes de bienfaisance (*charities*), tels que les fonds de dotation universitaire (*endowments*) qui ont vocation à préserver leur capital de manière infinie.
 2. À fin 2009 (source : ISL Research 2010).
 3. G. de La Martinière, *Investissements et investisseurs de long terme*, complément du rapport 2010 du Conseil d'analyse économique.
 4. *Preqin Global Infrastructure Report*, 2012.

canadiens¹ ont engagé près de 35 milliards de dollars dans les infrastructures en Amérique du Nord et Europe de l'Ouest. CalPERS, le plus important fonds de pension public américain, qui gère 230 milliards de dollars d'actifs, investit 2 % de ses avoirs dans les routes, les aéroports, l'électricité et l'eau aux États-Unis, notamment en Californie. Le fonds de pension néerlandais ABP, l'un des plus grands au monde avec 300 milliards d'euros d'actifs sous gestion, veut placer 2 % de son portefeuille dans les infrastructures. PGGM, qui gère d'autres fonds de pension néerlandais représentant 121 milliards d'euros, a investi 2,7 milliards dans les infrastructures, notamment dans les énergies propres.

On observe que ces illustrations d'investissements de long terme concernent toutes des fonds de pension et non des compagnies d'assurances. La formidable capacité d'investissement de ces dernières se trouve en effet obérée par les nouvelles normes prudentielles et comptables. En Europe, la directive Solvabilité 2 oblige les compagnies d'assurances à avoir un niveau de capitaux propres proportionnel au risque des actifs détenus ou à l'importance des garanties consenties. Les règles IFRS imposant la comptabilisation des actions à la valeur de marché (*marked to market*), même si ces actions ont vocation à être détenues durablement, induisent une plus grande sensibilité des comptes à la volatilité des marchés. La combinaison des deux catégories de normes amène les assureurs à privilégier les placements obligataires ou monétaires au détriment des placements en actions et à délaisser les investissements de long terme. Il en est de même pour les banques qui sont pénalisées par les contraintes réglementaires en fonds propres liées à Bâle III ; qui plus est, leurs ressources proviennent principalement de dépôts à vue et de dettes à court terme qui peuvent difficilement être placées sur le long terme.

LES GROUPES FAMILIAUX

Les groupes familiaux se sont souvent constitués à partir d'un actif historique – par exemple la sidérurgie pour les Wendel ou le papier pour les Bolloré, qu'ils font prospérer d'une génération à l'autre. Cette gestion peut être opérée en interne ou externalisée à des *family offices*. La plupart des groupes familiaux se sont diversifiés en investissant dans d'autres zones géographiques et d'autres secteurs d'activité que leur territoire et leur

1. CPP Investment Board, Omers, Ontario Teachers' Pension Plan and Public Sector Pension Investment Board.

métier d'origine, pour constituer aujourd'hui des holdings de participation, des sociétés d'investissement ou même de véritables conglomérats, privés ou cotés. S'inscrivant dans la stabilité et la durée, ils sont capables de réaliser des investissements de long terme.

De nombreux groupes familiaux choisissent de placer leurs avoirs dans des entreprises, soit directement (groupes Agnelli, Pinault, Benetton, Peugeot, Dassault, etc.), soit indirectement *via* des fonds de capital investissement. Ces entreprises sont les moteurs de la croissance et de l'innovation, du renouvellement du tissu industriel, de la création d'emplois et de l'ouverture aux pays émergents. Les groupes familiaux, contrairement à certains fonds plus court-termistes et abusant de l'effet de levier, sont généralement peu endettés et ont une vision de long terme leur permettant d'apporter des capitaux stables aux entreprises. Ils s'impliquent également davantage dans la gouvernance : ils développent une connaissance plus approfondie des activités de l'entreprise, sont représentés au conseil d'administration, participent activement aux assemblées générales et exercent une fonction de surveillance du management. Ce sont des actionnaires *voice*¹ qui contribuent à la création de valeur dans la durée.

Les groupes familiaux participent également au financement des infrastructures. Bouygues est le principal actionnaire d'Alstom, un des leaders mondiaux dans les infrastructures de transport ferroviaire et de production et transmission d'électricité. Les familles du milliardaire George Soros et du baron de Rothschild ont participé à un financement de 350 milliards de dollars destiné à la construction de tours de télécommunications en Afrique ; Warren Buffett investit, à travers sa société Berkshire Hathaway, dans la production et la distribution de gaz et d'électricité aux États-Unis. La famille Wallenberg a sponsorisé à l'origine EQT qui est devenu le plus important fonds de *private equity* d'Europe du Nord avec 18 milliards d'euros d'actifs sous gestion et qui possède une division infrastructure. L'Aga Khan, à travers son fonds AKFED, est présent dans l'énergie, les télécommunications et l'accès à l'eau dans les pays d'Afrique subsaharienne et d'Asie centrale. Bolloré investit dans les infrastructures en Afrique (terminaux portuaires et lignes ferroviaires), mais aussi dans le développement durable : batteries à haute performance pour les véhicules électriques (Blue Car et Autolib'), biocarburants (cultures de palmiers à huile et d'hévéas en Afrique et en Asie).

1. À l'opposé des actionnaires *exit* qui concourent à la liquidité du marché.

LES FONDS D'INFRASTRUCTURES

Nés en Australie dans les années 1990, les fonds d'infrastructures sont comme leur nom l'indique des véhicules structurés pour financer les infrastructures. Il en existe environ 240, dont 60 % sont d'origine anglo-saxonne¹. La création de ces véhicules s'est accélérée depuis 2005 avec des objectifs de levées de fonds estimés à plus de 90 milliards de dollars². Certains fonds sont cotés ; cela procure aux investisseurs la liquidité que n'offrent pas les actifs sous-jacents. La taille moyenne des opérations s'est élevée à 400 millions d'euros en 2011, 13 % des opérations dépassent le milliard de dollars³. La plupart des investissements sont réalisés en Europe et en Amérique du Nord, mais les besoins les plus importants se situent dans les pays émergents.

Toutes les grandes banques ont constitué des fonds d'infrastructures : la banque d'affaires australienne Macquarie, fondatrice du premier fonds d'infrastructures et leader du secteur, possède des fonds d'infrastructures en Australie, aux États-Unis, en Europe, en Chine, en Inde et au Mexique. D'autres banques d'investissement ont développé des fonds d'infrastructures, telles Deutsche Bank, Barclays, Citigroup, J.P. Morgan, Goldman Sachs et Morgan Stanley. De grands fonds de capital investissement, tels que 3i, Carlyle, KKR, CVC, Terra Firma et EQT ont également des pôles infrastructures. En France, la plupart des institutions financières ont constitué des fonds d'infrastructures : les Caisses d'épargne, Natixis, Crédit agricole, BNP Paribas, Axia Private Equity. La Caisse des dépôts et consignations est également très présente dans le secteur, à travers CDC Infrastructure en France, InfraMed et Marguerite à l'international.

Certains fonds d'infrastructures sont spécialisés dans le développement durable. Depuis 2005, 63 fonds ont levé 24,3 milliards de dollars pour investir dans les énergies renouvelables et les technologies bas carbone, notamment en Europe⁴. L'un des plus importants est le fonds anglais de *private equity* HgCapital qui dispose de 542 millions d'euros dédiés aux énergies renouvelables en Europe. La BNP a constitué un fonds d'énergie verte. Le fonds InfraRed, repris par ses *managers* auprès d'HSBC et doté de 235 millions d'euros, investit dans les énergies renouvelables. RREEF

-
1. *Preqin Global Infrastructure Report*, 2012.
 2. Antin Infrastructure Partners.
 3. *Preqin global infrastructure report*, 2012.
 4. *Preqin Global Infrastructure Report*, 2012.

(groupe Deutsche Bank) a acquis le contrôle d'une centrale solaire en Espagne en juillet 2011 pour 350 millions d'euros. Le fonds indépendant DIF, basé aux Pays-Bas, dispose de 800 millions d'euros pour financer des projets dans l'énergie éolienne et solaire en France, en Allemagne, au Benelux et en Scandinavie.

LES FONDS SOUVERAINS

Les fonds souverains font fructifier les revenus des matières premières et des énergies fossiles ou les excédents commerciaux et budgétaires des États qui les contrôlent. Des encours élevés (4 000 Md\$ fin 2011¹, 10 000 à 20 000 Mds€ d'ici à 2020), un horizon de très long terme, une allocation d'actifs diversifiée, une grande tolérance au risque, une absence de passifs : toutes ces caractéristiques, mises en évidence dans mon livre sur le sujet², en font des investisseurs de long terme par excellence. Cela est particulièrement vrai pour les fonds d'épargne qui ont pour mission de pérenniser les revenus issus des ressources naturelles non renouvelables et de constituer une épargne au profit des générations futures ; pour les fonds de placement de réserves qui ont pour objet d'optimiser le rendement des réserves de change ; et pour les fonds de développement, qui ont pour but de diversifier l'économie en prenant des participations stratégiques.

Plus de la moitié des fonds souverains investissent dans les infrastructures directement ou à travers d'autres véhicules, principalement en Asie, mais aussi à égalité en Amérique du Nord, en Europe et au Moyen-Orient. Les fonds souverains de Singapour, GIC et Temasek, investissent dans les infrastructures de transport, énergie, eau et électricité. Le fonds de Malaisie, Khazanah, a engagé 6,4 milliards de dollars dans les infrastructures. Les fonds du golfe Persique (Mubadala d'Abu Dhabi et le fonds QIA³ du Qatar, par exemple) sont particulièrement impliqués dans les projets contribuant au développement socio-économique de leur région. Ils investissent seuls ou en *joint-venture* avec des partenaires, notamment des opérateurs, dans le cadre d'un échange de type capitaux contre technologie.

Les fonds souverains placent également leurs réserves dans des fonds de capital investissement. Par ce biais ils contribuent indirectement au finan-

1. *Op. cit.*

2. *Les Fonds souverains*, Coédition Eyrolles/Les Échos.

3. Qatar Investment Authority.

gement des entreprises en leur donnant les moyens de se développer. Cela constitue pour eux un excellent moyen de diversification, tout en leur permettant de contourner les barrières à l'entrée que constituent, d'une part la connaissance de l'environnement et du secteur des entreprises, et d'autre part les éventuelles réglementations protectionnistes des pays d'accueil. Ainsi, 12 % du capital de Blackstone, l'un des plus grands fonds de *private equity*, est détenu par des fonds souverains. Apollo, Carlyle, J.C. Flowers ont également accueilli des fonds souverains de Chine ou du Moyen-Orient dans leur tour de table.

UNE OFFRE DE FINANCEMENT INSUFFISANTE

Les investissements de long terme des fonds de pension, groupes familiaux, fonds d'infrastructures et fonds souverains sont insuffisants pour couvrir les besoins en la matière. Or, 10 % seulement des investissements totaux ont un objectif de long terme¹ ; la durée moyenne de détention des actions cotées est de moins d'un an ; une grande partie du volume des transactions en Bourse provient du *trading* haute fréquence. Si la crise économique et financière mondiale a mis en évidence les dangers du court-termisme et de la spéculation, elle a surtout augmenté l'aversion au risque long !

De fait, les investisseurs continuent à préférer les placements sécurisés et courts. La plupart des décisions d'investissement sont uniquement guidées par la quête de rentabilité et de liquidité à court terme. Les performances des gestionnaires d'actifs se mesurent sur un an, celles des émetteurs sur un trimestre. En cas de contre-performance, la sanction est immédiate : l'investisseur retire sa mise. En conséquence, gérants et dirigeants sont conduits à privilégier les arbitrages permettant d'obtenir des résultats à brève échéance, au détriment des perspectives s'inscrivant dans la durée.

Il en résulte une distorsion entre l'horizon de la stratégie de l'entreprise, défini sur plusieurs années, et l'horizon de détention des actionnaires, réduit à quelques mois. À un niveau plus macroéconomique, le décalage est structurel entre la demande d'investissements de long terme et l'offre en capitaux disponibles sur la même période. Pourtant, on l'a vu, les ressources durables sont là : épargne retraite des pays industrialisés vieillissants, recettes d'exportation des pays émergents, fortunes familiales. Alors, comment mobiliser ces ressources en faveur du financement de l'économie ?

1. Terra Nova, 30 juin 2011.

UN CADRE RÉGLEMENTAIRE FAVORABLE

Face au désengagement progressif, mais inéluctable des États de l'OCDE confrontés à de fortes contraintes budgétaires encore amplifiées, notamment dans la zone euro, par la crise des dettes souveraines, les acteurs privés doivent être incités à allonger leur horizon et l'effort nécessaire d'investissement de long terme doit être favorisé. Les idées abondent : Livre blanc 2012-2015 de Paris Europlace comportant *20 Propositions pour relancer le financement de l'économie et la croissance durable* ; rapport Al Gore¹ sur le capitalisme durable (« *sustainable capitalism* »), février 2012 ; rapport La Martinière des *Assises nationales du financement du long terme*, novembre 2011 ; rapport 2010 du Conseil d'analyse économique *Investissements et investisseurs de long terme*.

Tout d'abord, une évidence, pourtant parfois ignorée, notamment en France : pour encourager les investissements de long terme, il faut créer un climat de confiance et de sécurité. Les investisseurs, pour s'engager dans la durée, doivent pouvoir anticiper les profits et les risques, tout au long de la période de détention et à la sortie. Cela suppose à tout le moins un environnement juridique stable et prévisible, des règles qui ne changent pas en permanence au gré des tensions budgétaires ou des alternances politiques. Pour attirer les investisseurs étrangers, il faut aussi un environnement ouvert à l'international, sans discrimination. Ce cadre réglementaire favorable, c'est aux pouvoirs publics qu'il revient de le définir.

Les pouvoirs publics peuvent aussi intervenir pour organiser de nouvelles structures, instruments ou règles en faveur de l'investissement durable. Un système de capitalisation pourrait être instauré pour financer la dépendance, ce qui permettrait de disposer de l'épargne correspondante sur une durée moyenne de trente ans. L'assurance-vie retraite pourrait être mieux rémunérée en contrepartie d'une absence de liquidité à court terme. Dans le domaine du capital risque et du capital investissement, des fonds fermés pourraient être constitués, sans possibilité de sortie à court terme par leurs associés. En matière de gestion d'actifs, la part autorisée en *cash* dans les fonds actions pourrait être plafonnée. Dans les entreprises, les mécanismes d'actionnariat salarié pourraient être encouragés, car les employés, qui travaillent dans une perspective de long terme dans leur entreprise, contribuent à stabiliser l'actionnariat dans la durée ; ainsi chez Bouygues, où près du quart du capital est détenu par ses salariés.

1. Generation Investment Management.

C'est aussi sur le terrain fiscal que l'État peut agir pour drainer l'épargne vers les investissements de long terme. Outre la nécessaire sécurité fiscale, les produits longs finançant l'économie devraient bénéficier d'une fiscalité plus avantageuse que les produits liquides, courts et peu risqués, avec des prélèvements bas ou nuls sur les revenus et gains correspondants. En France, il conviendrait de favoriser le PEA, instrument d'investissement long en actions ; améliorer le régime fiscal des rentes viagères et développer les contrats collectifs (Perco) et individuels (Perp) de retraite ; lisser les obstacles aux donations-successions pour favoriser le capitalisme familial.

En ce qui concerne les institutions financières et les moyens d'assurer leur solvabilité, de nombreuses voix s'élèvent pour critiquer les règles destinées à accroître leur capitalisation : cela mobilise des fonds trop importants qui trouveraient mieux à s'employer dans le secteur productif, et fragilise le reste de l'économie. Certains préconisent le renforcement du processus de surveillance des institutions financières ; la création d'un statut particulier d'investisseur structurel de long terme (ISLT), proche de celui des fonds de pension ; la prise en compte de la durée des engagements pour déterminer la marge de solvabilité ; l'assimilation aux passifs de long terme de certains passifs à courte échéance, mais stables dans la durée ; l'application d'exigences en fonds propres moindres aux produits d'assurance-vie quand celle-ci sert à financer la retraite ; la comptabilisation des instruments financiers détenus dans une perspective de long terme, non à la valeur de marché, mais au coût historique ou à la valeur d'utilité ; ou encore la mise en place d'une assurance spécifique contre les risques systémiques, *via* une garantie de liquidité par la banque centrale ou un dispositif de caution collective en dernier ressort.

S'agissant des entreprises, le renforcement des obligations des émetteurs en matière d'information financière périodique, qui partait d'intentions tout à fait louables, produit des effets pervers : les dirigeants préfèrent atteindre les résultats trimestriels attendus plutôt que créer de la richesse dans la durée pour l'entreprise. Il est proposé d'introduire plus de libre arbitre de la part des sociétés cotées dans le calendrier de publication de leurs objectifs. Plus généralement, les autorités réglementaires pourraient imposer aux entreprises le *reporting* intégré : il s'agit de mettre en relation les informations financières avec les données extra-financières, les résultats chiffrés avec les facteurs environnement social et gouvernance (ESG), la performance du moment avec les perspectives de succès à long terme. En

France, le décret RSE¹, pris en application de la loi Grenelle II, va dans ce sens : il précise les informations sociales, environnementales et sociétales devant être publiées à partir de 2013 par les entreprises dans leur rapport de gestion, après attestation par un tiers indépendant.

FAVORISER LA COOPÉRATION PUBLIC-PRIVÉ

Si l'État peut instaurer un environnement juridique stable et favorable aux investissements de long terme, il a également la capacité, de par son horizon temporel plus long et sa plus grande tolérance au risque, de garantir le risque long pour lequel les acteurs privés du marché montrent peu d'appétence. L'État peut jouer, par exemple, un rôle de superassureur supportant les risques extrêmes, de faible probabilité, mais à fort impact, tels que crises systémiques, dérèglement climatique et accident nucléaire ; c'est ce qu'il fait d'ailleurs déjà en matière de terrorisme, où il couvre les pertes au-delà d'un certain niveau. Les acteurs privés peuvent pour leur part apporter les ressources financières et les compétences techniques qui font défaut aux États, mais qui sont indispensables à la réalisation des investissements durables. La coopération entre les autorités publiques et les investisseurs privés apparaît plus que jamais nécessaire, *via* des mécanismes tels que les partenariats public privé (PPP) qui existent dans de nombreux pays sous une forme ou une autre.

La coopération entre acteurs publics et privés du long terme peut aussi passer par l'échange d'informations, le *lobbying* et, au-delà, la mutualisation de leurs capacités en matière de financement ou d'endettement, par exemple en créant des structures d'investissement conjointes ou en émettant un emprunt obligataire collectif². La Sovereign Wealth Funds Research Initiative œuvre à rassembler fonds souverains, banques centrales, banques publiques d'investissement et fonds de pension, ainsi que des régulateurs et des économistes, et à établir des principes en faveur de l'investissement durable. Le projet Frog (*French Opportunity for Growth*), lancé fin 2011 par la Caisse des dépôts, vise à structurer une plate-forme d'investissement dans les infrastructures avec des fonds souverains. Parce que l'union fait la force, les sociétés familiales s'allient aussi à des fonds souverains : Benetton

1. JO 26 avril 2012.

2. Pastré O., « Les investisseurs de long terme : vieille histoire, nouveaux paradigmes », *Revue d'économie financière*, avril 2010.

et GIC¹, l'un des fonds souverains de Singapour, ont investi ensemble dans les infrastructures italiennes de transport ; la famille Oppenheimer et Temasek, l'autre fonds souverain de la ville-État, ont apporté 300 millions d'euros à une société commune, Tana Africa, pour investir dans les domaines de l'agriculture et de la consommation sur le continent africain.

À l'heure de la globalisation et à défaut d'une parfaite réciprocité entre les États en matière d'investissements étrangers, les échanges de type capitaux contre débouchés pourraient utilement être développés, en ouvrant le capital des sociétés occidentales privées à des financements publics – fonds souverains ou autres – de pays émergents pour bénéficier en retour d'une capacité d'investissement dans ces pays. À titre d'illustration, la Caisse des dépôts a conclu avec la Banque de développement de Chine SDB un accord pour constituer un fonds PME franco-chinois de 300 millions d'euros en première phase ; la banque italienne Intesa Sanpaolo a créé, avec deux banques chinoises publiques, le fonds sino-italien MCP pour investir dans des entreprises italiennes, mais aussi chinoises grâce au réseau d'influence de ses partenaires étatiques.

DES INCITATIONS FINANCIÈRES

Parce que la stratégie d'une société se définit dans la durée, parce que la richesse se crée sur plusieurs années, parce que la stabilité a une valeur, des instruments financiers pourraient être créés par les entreprises pour attirer et retenir leurs actionnaires. Les positions *buy and hold*, particulièrement appréciables en période de volatilité des marchés, s'en trouveraient encouragées ; la valorisation des actions serait davantage fondée sur l'analyse des fondamentaux de l'entreprise ; la gouvernance serait améliorée, car les investisseurs fidèles sont plus concernés par les perspectives à long terme de l'entreprise ; la richesse serait transférée des actionnaires de court terme vers les actionnaires de long terme. Un dividende majoré peut, par exemple, être attribué aux actions conservées pendant un certain nombre d'années. Dans le même esprit, les *loyalty shares* ou *L-shares*², qui donnent droit à de nouvelles actions à l'issue d'une période définie, fidélisent les actionnaires et permettent une relation des investisseurs de long terme au détriment des actionnaires de court terme.

1. Government of Singapore Investment Corporation.

2. Bolton P., Samama F., « *L-shares : Rewarding Long-term Investors* », août 2010.

Pour que les intérêts des dirigeants, des gérants et des équipes, qui créent la valeur au quotidien, soient alignés avec ceux des actionnaires fidèles, les rémunérations devraient être, au moins partiellement, corrélées avec les fruits des décisions de long terme. Une partie de la rémunération pourrait ainsi être structurée avec des conditions de présence et de performance sur plusieurs années. Ces conditions pourraient être fondées non seulement sur des critères quantitatifs, tels que la valeur de l'action, le taux de rendement interne ou autres instruments reflétant la performance financière du fonds ou d'une classe d'actifs, mais aussi sur des critères qualitatifs, mesurant par exemple les réalisations en matière ESG, l'innovation ou l'efficacité. Ces conditions peuvent être accolées à la part variable du salaire ou à l'attribution de stock-options ou d'actions de performance. En France, il est envisagé de modifier en ce sens le code AEP-Medef pour consacrer le développement des rémunérations différées de long terme.

POUR UNE CROISSANCE DURABLE

L'investissement durable, outre qu'il contribue à la stabilité financière et monétaire, est impératif pour la croissance. Favoriser l'investissement de long terme n'est pas renoncer à la rentabilité financière, mais diminuer la spéculation. La durabilité est utile et profitable à la société, elle est source de développement et de progrès : augmentation des investissements, création et relocalisation d'emplois, accroissement des performances à long terme des entreprises, élévation, voire dépassement du produit intérieur brut (PIB), amélioration du niveau de vie, de la santé et du bien-être, réduction des inégalités sociales. Elle devrait être intégrée à tous les niveaux : dans l'éducation, dans la formation des futurs dirigeants, gestionnaires et investisseurs, dans l'intérêt social des entreprises et les devoirs fiduciaires des administrateurs.

L'investissement socialement responsable (ISR) devrait également être renforcé et les paramètres ESG pris en compte dans les stratégies de placement des investisseurs, comme dans les décisions politiques et économiques et dans les comportements managériaux et individuels. Tous les acteurs, publics et privés, doivent se mobiliser et coopérer pour que les capitaux durables soient mis au service de la croissance, de la transition écologique et des investissements d'avenir. Ces projets exigent des investissements de long terme et, selon l'expression d'Al Gore, un « capitalisme durable ». Une véritable révolution culturelle.

Sortir de la crise grâce aux financements alternatifs

PHILIPPE NASZÁLYI

Titre présomptueux ou vaste programme jugé toujours impossible, car cette contribution se veut modestement une piste de réflexion sur les raisons, les interrogations historiques, philosophiques, qui doit amener, constat fait de l'épuisement d'un système que nous considérons totalitaire dans son exclusion des autres voies possibles, vers d'autres formes d'organisation de la finance pour triompher de la crise. Ces crises qui ont lieu depuis bientôt trente ans sont, selon nous, le fruit d'une idéologie économique qui a fait croire à tort qu'elle était la solution à tout.

UN SYSTÈME À BOUT DE SOUFFLE ?

Sortir de la crise grâce aux financements alternatifs ? Mais « de quelles crises parlons-nous ? » s'interroge fort à propos l'économiste Michel Roux (2011), en rappelant que « crise » signifie « tamis » ou « crible » en grec ancien et que c'est donc un instrument de mesure ou de sélection. Sommes-nous en crise ou bien plutôt, suivant l'expression bien appropriée de *L'Autopsie d'une faillite économique*, ouvrage de Serge Raynal et Frédérique Vermersch (2012), « dans les éléments d'une mort avancée » ?

Crise des valeurs, crise de société, crise des institutions, crise de la famille, crise financière ou crise économique... Tout est désormais mis en avant pour éviter de se poser la seule bonne question qui vaille : celle de l'homme. Il y a pourtant bien longtemps que nous savons que « le sabbat est fait pour l'homme et non pas l'homme pour le sabbat »¹.

La suite de ce texte peut être consultée en ligne,
sur le site www.editions-eyrolles.com, à la page du livre

1. L'Évangile selon saint Marc, 2, 27.

Audit de qualité, sécurité financière, stabilité des marchés, vingt-cinq ans de quête du Graal et quelques perspectives

JEAN-LUC DECORNOY ET DENIS NEVEUX

« Les marchés financiers ont pour terreau l'information et la confiance ; les auditeurs participent à la production de cette information et de cette confiance ; la satisfaction de cette mission d'intérêt public repose sur la qualité de l'audit. »¹

En certifiant que « les comptes sont réguliers et sincères et donnent une image fidèle du résultat des opérations de l'exercice écoulé ainsi que de la situation financière et du patrimoine », notamment ceux des entités d'intérêt public (EIP) – entités cotées sur un marché réglementé, établissements de crédit et entreprises d'assurances –, les auditeurs contribuent au bon fonctionnement des marchés financiers et à la croissance économique en facilitant son financement.

Dans la chaîne financière, l'audit est fondamentalement un « opérateur crucial »² qui participe au traitement de l'asymétrie d'informations entre, d'une part, les dirigeants et, d'autre part, les actionnaires et les parties prenantes. En garantissant la qualité des informations financières, l'audit permet à ces agents économiques de prendre des décisions en connaissance de cause et en confiance. Encore faut-il que cet audit soit de qualité, c'est-à-dire qu'il soit réalisé par des professionnels compétents pour détecter les erreurs ou malversations, et suffisamment indépendants pour les faire rectifier ou les dénoncer.

-
1. Marie-Anne Frison-Roche : Vers quelle régulation de l'audit faut-il aller ? ; Éditions LGDJ.
 2. Marie-Anne Frison-Roche : « Proposition pour une notion d'opérateur crucial » ; Recueil Dalloz, 2006, n° 27.

Selon la jurisprudence du Conseil d'État, l'audit est une mission d'intérêt général confiée à des personnes privées, cabinets ou individus, plus connus sous le nom d'auditeurs ou commissaires aux comptes. Il obéit à une réglementation et à des normes d'exercice professionnel strictes, mais évolutives afin de prendre en compte les transformations de l'économie et parfois de réagir aux scandales et/ou aux crises financières.

Au cours de ces vingt-cinq dernières années, la profession d'auditeur a connu d'importants changements tant au niveau des acteurs que de son environnement réglementaire.

1985-2000 : LA CONSÉCRATION DES RÉSEAUX D'AUDIT MULTINATIONAUX ET LA PROFESSIONNALISATION DES CABINETS NATIONAUX DE COMMISSARIAT AUX COMPTES

Consécration des réseaux d'audit multinationaux

Le début des années 1990 voit le triomphe de l'économie libérale, événement qualifié de « fin de l'histoire » par Francis Fukuyama. Ce triomphe est symbolisé par la chute du mur de Berlin, le décollage des dragons, l'ouverture de la Chine, puis de l'Inde. La mondialisation et la libéralisation de la plupart des économies, stimulées par des marchés de plus en plus interconnectés et largement ouverts aux capitaux étrangers, confèrent une importance stratégique aux comptes consolidés, établis selon des référentiels internationaux. Les investisseurs attendent des comptes que publient les groupes opérant dans de nombreux pays, une certification délivrée par des cabinets de renommée mondiale et dont l'associé signataire est reconnu par les plus grandes Bourses, notamment de New York et de Londres. Dans ce contexte, les réseaux mondiaux d'audit – à l'époque les *Big Eight* – sont quasi incontournables puisqu'ils sont les seuls à offrir une signature universellement reconnue.

Réseaux de cabinets nationaux, les *Big Eight* garantissent, quel que soit le pays, le même niveau de qualité. Elle repose sur la mise en œuvre de méthodes de travail identiques (manuel d'audit commun), le recrutement de très bons étudiants, d'importants investissements dans la formation, en informatique et système d'information, des spécialisations sectorielles facilitées par la taille, et enfin une culture de l'excellence qu'entretiennent de fréquents contrôles de qualité – tant au sein de chaque cabinet qu'entre membres du réseau –, occasion unique de diffuser les meilleures pratiques.

L'obsession de la qualité se justifie par la crainte qu'un maillon faible ne ternisse la réputation et l'image de la marque. De plus, en offrant à leurs clients une gamme de services autour du chiffre et parfois au-delà, les *Big* développent et entretiennent des expertises pointues dont la maîtrise est indispensable pour auditer des groupes internationaux aussi complexes que les grands conglomérats industriels ou les géants de la finance, les uns et les autres soumis à des réglementations foisonnantes et instables.

En détachant des experts auprès des instituts professionnels ou des différents organes de normalisation comptable ou d'audit, au plan mondial et dans leur pays, les *Big* participent à l'effort de production d'expertise en comptabilité et en audit et sont les mieux placés pour interpréter et appliquer les normes internationales traitant de ces disciplines. Ainsi leurs représentants exercent une grande influence sur toute la profession du chiffre.

De fait, l'expansion des *Big* sur le marché de l'audit est le résultat d'une offre de services adaptée aux attentes des grands groupes internationaux, émetteurs comme investisseurs. La crédibilité mondiale de leur marque repose, outre la taille, sur un capital humain d'excellents professionnels formés aux techniques et normes les plus sophistiquées ainsi que sur l'obsession de la qualité pour réduire les risques de mise en cause de responsabilité et d'atteinte à la réputation. Ces actifs intangibles, dont la marque est le symbole, ont été accumulés sur une période historique longue : beaucoup de cabinets membres des *Big* ont été créés à la fin du XIX^e siècle !

La professionnalisation des cabinets nationaux : du commissariat aux comptes de « notables » aux cabinets libéraux d'audit pour PME

Le succès des *Big* incite des cabinets franco-français à se regrouper au sein de l'Association française pour le développement de l'audit (Afd). Le principal enjeu est alors de remplacer le modèle français du commissariat aux comptes – fondé sur l'individualité et la notabilité – par un modèle reposant sur des structures collectives, dotées d'une taille critique et permettant ainsi de répondre aux défis économiques de la fin des années 1980. Cependant, l'expérience tourna rapidement court, la signature des cabinets hexagonaux ayant une trop faible notoriété auprès des Bourses de Londres et surtout de New York. Les grandes entreprises françaises firent donc leur

choix et les *Big* récupérèrent petit à petit les mandats du CAC 40. Le rêve d'un modèle français d'audit des grands groupes internationaux avait vécu !

Cependant, le succès des *Big* sur le marché des groupes internationaux ne doit pas éclipser les remarquables efforts de modernisation des commissaires aux comptes des PME qui assimilent et adaptent les normes de travail de l'audit afin de faire de la certification des comptes une offre de services de qualité et à valeur ajoutée. Profession relativement jeune, le commissariat aux comptes (CAC), officiellement institué en 1867, n'a vraiment démarré qu'à partir du décret de 1969, pour se professionnaliser véritablement dans les années 1980 : recommandations de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC) – devenues normes obligatoires –, dossiers de travail, contrôle de qualité, spécialisation. Toutes ces mesures transforment une occupation pratiquée à titre accessoire de l'expertise-comptable en un métier exercé à temps plein. Ainsi, des commissaires aux comptes, dont beaucoup ont débuté dans des cabinets d'audit multinationaux, exercent au sein de cabinets structurés ou en indépendants et remplacent progressivement les commissaires aux comptes « notables », souvent âgés et seuls, réunissant trop de mandats, trop peu rémunérés pour y faire un travail de qualité.

La cohabitation au sein des instances professionnelles, conflictuelle au début, entre les représentants de la nouvelle génération de CAC et ceux des *Big*, favorise l'essaimage des normes et autres bonnes pratiques, accélérant ainsi la modernisation du métier de CAC. Ces efforts d'adaptation répondent aux attentes des entreprises, des financeurs, des investisseurs, et sont encouragés par les pouvoirs publics qui lancent, au milieu des années 1980, un ambitieux programme de libéralisation du financement de l'économie.

Cultivant des contacts personnalisés avec leurs clients, ces CAC jouissent d'un excellent capital de confiance auprès des financeurs et des dirigeants de PME. Aujourd'hui, plus de 5 000 d'entre eux signent chaque année plus de 150 000 mandats ; les 250 premières sociétés cotées sont auditées par près de 100 intervenants¹ ; 180 cabinets gèrent un portefeuille de mandats significatifs et 110 auditent des EIP. Beaucoup livrent une rude concurrence aux *Big*. La plupart sont incontournables en matière de certification de comptes de PME.

1. *L'Auditeur*, juin-juillet 2011.

Le tournant des années 2000 : consolidation des réseaux multinationaux, durcissement des réglementations

Réduction des réseaux multinationaux de huit à quatre

Début 1989, le secteur de l'audit compte huit réseaux mondiaux, les *Big Eight* : Arthur Andersen ; Arthur Young ; Coopers & Lybrand ; Ernst & Whinney ; Deloitte, Haskins & Sells ; KPMG ; Price Waterhouse ; Touche Ross. La plupart de ces réseaux résultent d'alliances formées entre des cabinets américains et britanniques au XIX^e et au début du XX^e siècle, à l'exception d'Arthur Andersen qui implante des bureaux locaux.

Entre 1985 et 2000, une vague de fusions réduit le nombre des *Big* de huit à cinq. Elles se justifient par quatre raisons principales :

- ▶ accompagner le mouvement de mondialisation des grandes firmes, la croissance externe étant le moyen le plus rapide de combler les trous dans la couverture géographique ;
- ▶ réaliser des économies d'échelle dans les domaines des technologies de l'information, de la formation, de la recherche et des coûts d'assurance, d'autant plus nécessaires que les cabinets membres, organisés en *partnership*, ne peuvent pas faire appel au marché financier pour mobiliser des ressources financières ;
- ▶ renforcer leurs connaissances et compétences techniques dans des secteurs aux problématiques et aux réglementations de plus en plus complexes et évolutives ;
- ▶ maintenir leurs parts de marché pour conserver des positions de leader, essentielles à la réputation de leurs marques. La financiarisation des économies et leur internationalisation renforcent la préférence des entreprises pour les grands réseaux dont la réputation confère davantage de crédibilité à leurs comptes et contribue au succès de leur introduction en Bourse ou de leurs levées de fonds.

Réduction des réseaux multinationaux de huit à six

En juin 1989, Ernst & Whinney fusionne avec Arthur Young pour créer Ernst & Young. Deux mois plus tard, le cabinet Deloitte, Haskins & Sells se rapproche de Touche Ross pour former Deloitte & Touche.

Réduction des réseaux multinationaux de six à cinq

En juillet 1998, Price Waterhouse et Coopers & Lybrand, les deux plus petits des *Big*, fusionnent et créent le plus grand cabinet mondial de services comptables. Les autorités de la concurrence autorisent la fusion, considérant qu'il restera encore cinq *Big*.

Réduction des réseaux multinationaux de cinq à quatre

Au printemps 2002, dans la foulée du dépôt de bilan d'Enron survenu en décembre 2001, Arthur Andersen est inculpé d'obstruction à la justice pour avoir détruit des documents. Cette décision, annulée en mai 2005 par la Cour suprême, porte un coup fatal à la réputation de ce prestigieux cabinet qui est démantelé. Son personnel et ses clients sont repris à hauteur de 87 %¹ par les quatre *Big*. Les marchés financiers ne sont en rien perturbés. Le risque systémique, si redouté par les régulateurs, ne s'est pas manifesté ! Pourtant, ceux-ci lancent des deux côtés de l'Atlantique des réformes d'une très grande ampleur, destinées à renforcer la qualité de l'audit ainsi que les responsabilités des dirigeants dans l'établissement et la diffusion de l'information financière, afin de regagner la confiance des investisseurs et contribuer à la stabilité des marchés financiers.

Durcissement des réglementations : de l'autorégulation à la supervision publique

Toutes ces réformes ont des points communs.

- ◆ Étendre les responsabilités des dirigeants en matière de contrôle interne et faire des comités d'audit, obligatoires pour toutes les sociétés cotées, des interlocuteurs privilégiés des auditeurs : sélection, prise de connaissance des travaux, vérification du respect de l'indépendance.
- ◆ Renforcer l'indépendance des auditeurs en limitant strictement les prestations qu'ils peuvent fournir en complément à leur mission principale, afin d'éviter les conflits d'intérêt ; mais aussi en imposant une rotation des associés tous les cinq ans aux États-Unis et au Royaume-Uni, tous les six ans en France, alors que la huitième directive de 2006 de l'UE, qui fixe le statut légal des contrôleurs des comptes, préconise sept ans.
- ◆ Organiser un audit de l'audit par des régulateurs publics en mettant fin à l'autorégulation, c'est-à-dire au contrôle par des pairs. C'est d'ailleurs

1. OCDE, 2009, *Competition and Regulation in Auditing and Related Profession*, p. 20.

ce que recommande le président de l'Ifac (International Federation of Accountants), à l'époque René Ricol, ancien président de la Compagnie des CAC.

Aux États-Unis, la loi Sarbanes-Oxley, adoptée en 2002 après l'éclatement des scandales de 2001, notamment Enron et Worldcom, confie la supervision des cabinets d'audit à un organisme fédéral, le Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB). En France, la loi de sécurité financière (LSF), publiée en août 2003, crée le Haut Conseil du commissariat aux comptes (H3C). Rattaché au ministère de la Justice, le H3C assure la surveillance de la profession avec le concours de la CNCC et veille au respect de la déontologie et de l'indépendance des auditeurs. Il contrôle, par des vérifications sur place et sur dossiers, les cabinets qui réalisent des audits d'EIP (établissements de crédit, entreprises d'assurances, sociétés cotées), cependant que les autres cabinets continuent à relever de la supervision de la Compagnie nationale qui la délègue aux compagnies régionales.

La LSF a largement anticipé la réforme de la huitième directive de 2006 de l'Union européenne. Le paysage réglementaire de l'audit n'est pas stabilisé pour autant. La régulation de l'audit est un véritable chantier de Sisyphe, relancé après chaque crise financière !

Ainsi, alors qu'on pouvait espérer une pause, mise à profit pour tirer les enseignements des récentes réformes, la Commission européenne publie, dès octobre 2010, un Livre vert intitulé *Politique en matière d'audit. Pour tirer les leçons de la crise*. Il s'agit de la crise financière, causée par les *sub-primes* et la titrisation d'actifs toxiques, dont le point culminant a été la chute de Lehman Brothers le 15 septembre 2008, sinistre rendu possible selon la Commission par le silence de l'auditeur, « le chien qui n'a pas aboyé ».

2010 : LES PROJETS DE RÉGULATION FINANCIÈRE DE L'EUROPE ABOUTIRAIENT À UNE BAISSÉ DE QUALITÉ DE L'AUDIT, DONC À UN ACCROISSEMENT DE L'INSTABILITÉ FINANCIÈRE

Dans le Livre vert, dont l'objectif est de modifier en profondeur la structure du marché de l'audit des entités d'intérêt public, la Commission part des deux postulats suivants :

- ▶ l'audit présenterait un risque systémique lié à la concentration sur le marché des grands comptes ;

- le renforcement de la concurrence est le moyen privilégié pour traiter ce risque et améliorer la qualité de l'information financière.

L'auditeur des grands groupes n'est pas un acteur systémique, c'est tout au plus un opérateur crucial

Un opérateur systémique est un opérateur consubstantiel au bon fonctionnement d'un marché et plus particulièrement à celui du marché financier. La qualification de « systémique » a le plus souvent une coloration négative, car y est associée la notion de responsabilité dans la défaillance d'un système. Comme acteurs systémiques, on peut citer les banques ou les grands constructeurs de l'industrie automobile : la chute d'une grande banque peut entraîner, par effet de domino, l'effondrement du secteur et par ricochet des pans entiers de l'économie ; de même la disparition de General Motors entraînerait la faillite de milliers de sous-traitants et des fournisseurs de ceux-ci. L'auditeur est si peu systémique que l'économie pourrait pendant un certain temps se passer d'audit, ce qui a été d'ailleurs le cas jusqu'à la fin du XIX^e siècle ; en revanche elle n'a jamais pu se passer de banques.

En fait, l'audit ne présente aucun risque systémique au sens négatif du terme. La concomitance entre la signature des comptes et l'effondrement d'une grande banque ne constitue pas une preuve. C'est à tort que la Commission lie étroitement le fonctionnement systémique du marché financier et l'audit.

Tiers de confiance, l'auditeur joue un rôle important dans la chaîne de l'information, mais c'est celui tout au plus d'un opérateur crucial qui participe à la gestion du risque systémique. Certes, le marché des actions ne peut fonctionner correctement sans des audits de qualité, mais la disparition d'un cabinet ne risque pas d'entraîner celle de ses clients ou celle d'autres acteurs au sein du secteur ou de faire des victimes collatérales. Pour preuve, on peut citer la disparition du cabinet AA, à la suite de l'affaire Enron, qui a été sans conséquence sur le fonctionnement des marchés financiers. De même, la défaillance d'un gestionnaire d'infrastructures, comme Réseau ferré de France n'entraînerait pas celle du transport, ni même celle du ferroviaire !

Le renforcement de la concurrence est un moyen inadapté à l'objectif d'amélioration de la qualité de l'audit et de la sécurité financière

Trois propositions du Livre vert visent à affaiblir les *Big* : deux au nom de la concurrence, à savoir la déconcentration du marché et la rotation obligatoire des cabinets ; la troisième au nom du renforcement de l'indépendance.

La déconcentration du marché ou les infortunes de la vertu

Ce n'est pas le nombre des cabinets qui est à l'origine de la crise. La taille des *Big*, et donc la concentration du secteur de l'audit des groupes internationaux, marché devenu oligopolistique, se justifie par les coûts fixes très élevés, liés à la constitution et à l'animation d'un réseau mondial : coûts de coordination, de gestion des risques, coûts des assurances, de formation, de contrôle de qualité, de communication, d'homogénéisation des processus et des méthodologies de contrôle dans un contexte de complexification des normes légales et de maîtrise simultanée de plusieurs référentiels comptables, sans oublier plusieurs environnements institutionnels... Ces coûts et les enjeux qui en découlent expliquent pourquoi des cabinets d'une taille plus modeste n'arrivent pas à constituer un réseau mondial en partant d'une base nationale, même forte. Sur le marché de l'audit des grands comptes, la concentration résulte des barrières à l'entrée ainsi que des attentes des clients et des investisseurs qui exigent une qualité constante au plan mondial.

Si on quitte l'échelon mondial ou européen, on constate qu'au niveau national le marché du commissariat aux PME est beaucoup plus éclaté dans les différents pays de l'Union, et plus particulièrement en France où opèrent plus de 5 000 cabinets pour un marché de 220 000 mandats.

Une réforme de l'audit, visant à augmenter le nombre des cabinets pour stimuler la concurrence, ne garantirait pas une amélioration de la qualité des audits, car les règles de l'offre et de la demande, qui régissent les marchés des biens et services, sont contre-productives, s'agissant du métier d'auditeur. En effet, l'auditeur se trouve organiquement en conflit potentiel avec son mandataire, de sorte que le modèle concurrentiel n'est pas pertinent pour fixer le prix de l'opinion qu'il émet sur les états financiers.

D'ailleurs, le souhait à courte vue du mandataire ne risque-t-il pas d'être doté d'un auditeur peu cher, voire de choisir le moins-disant, sans considération de son niveau de compétence ? La moindre qualité de l'offre la moins chère peut dès lors constituer un attrait, une sorte d'avantage compétitif à rebours ! L'excès de vertu conduit au vice ! Ou qui veut faire l'ange fait la bête !

À l'opposé, la recherche de la stabilité financière plaide en faveur d'un auditeur dont la compétence et la taille lui confèrent l'indépendance et l'autorité d'un tiers de confiance, impartial, voire juge de la société. Dès lors, il faut « organiser la profession de façon que les auditeurs aient les moyens de se payer le luxe de l'impartialité », comme l'indique le professeur Frison-Roche.

De surcroît, les groupes audités, notamment ceux qui participent au risque systémique, sont des organisations de très grande taille, très complexes dans leur fonctionnement, donc très difficiles à appréhender et à auditer, très puissantes face à des cabinets comparativement de faible taille. D'où un risque de capture des seconds par les premiers, entraînant une perte d'indépendance. Face à ce double risque de dérive, les meilleurs leviers pour stimuler la rigueur professionnelle et la fermeté de caractère sont encore la crainte de ternir la réputation de la marque ou d'encourir le risque d'exclusion du réseau.

La rotation des associés est plus pertinente que la rotation des cabinets

Contrairement à ce que pense la Commission, rendue aveugle par sa passion quasi obsessionnelle pour la concurrence, érigée en mère de toutes les vertus, en matière d'audit toutes les mesures de libéralisation n'aboutiraient pas automatiquement à une amélioration de la qualité et/ou à une réduction des coûts. La rotation systématique des cabinets, tous les six ou neuf ans, avec appels d'offres obligatoires, en est l'illustration. Les coûts liés au changement d'auditeur sont très élevés et comportent des externalités négatives évidentes : réduction du pouvoir des comités audit, coûts supplémentaires entraînés par le traitement des appels d'offres, pour les entreprises comme pour les cabinets, temps incompressible, pour les équipes d'un nouvel auditeur, à consacrer à la seule prise de connaissance de grands groupes internationaux et à l'appréhension des risques inhérents à leur modèle de fonctionnement... Aussi la rotation obligatoire de l'auditeur est susceptible d'augmenter le risque d'audit. L'exemple de l'Italie où cette

mesure est déjà en vigueur ne s'est pas traduit par une amélioration de la qualité ou de la concurrence... les *Big* continuent à dominer le marché de l'audit des grands groupes.

La rotation des associés, rendue obligatoire par la huitième directive publiée en 2008, donne des résultats plus probants ainsi que le souligne le H3C : « Le Haut Conseil souhaite préciser qu'il n'a pas été amené, à ce jour, à constater de défaillances majeures dans le domaine de l'audit en France, y compris dans un contexte de crise financière. Il existe déjà la rotation des signataires. Le Haut Conseil estime qu'une rotation des sociétés d'audit limiterait la capacité des entités dans le choix de leurs auditeurs. »

Des cabinets d'audit pur : un appauvrissement du métier qui ferait baisser la qualité

La création de cabinets d'audit pur nuirait également à l'objectif de renforcement de la qualité de l'audit, en détournant de jeunes talents qui ne souhaitent pas se spécialiser trop longtemps dans ce métier. De surcroît, la variété des missions offre la possibilité aux auditeurs d'entretenir et de développer leurs compétences, ce qui améliore leurs diligences de contrôle et surtout affûte leur jugement, qualité indispensable pour évaluer les situations complexes et les risques qu'elles recèlent. Les spécificités de chaque métier exercent un effet bénéfique sur les autres activités.

QUELQUES PISTES POUR AMÉLIORER LA QUALITÉ DE L'AUDIT

La crise actuelle oblige à une réforme de tous les acteurs impliqués dans la chaîne de production de l'information : modes de rémunération des opérateurs de marchés, supervision des agences de notation ou des *hedge funds*, standardisation et centralisation des échanges de produits dérivés et plus généralement des produits traités sur des marchés de gré à gré, réforme de certaines normes comptables (IFRS) et des règles prudentielles (Bâle III pour la banque, Solvabilité 2 pour l'assurance), extension du rôle et des responsabilités des comités d'audit ainsi que des organes de gouvernance dans l'évaluation des risques, la production et la communication de l'information financière.

Les fondamentaux à respecter

L'audit ne peut rester à l'écart de l'écart de ce mouvement de régulation, mais il faut avoir en tête quelques fondamentaux relatifs à ce métier.

- ▶ L'audit est une activité qui comporte de nombreux effets externes ; sa réforme doit prendre en compte les impacts sur l'ensemble de la chaîne financière.
- ▶ La fonction de certification est à la fois très précise et très large ; pour beaucoup de parties prenantes, notamment les actionnaires et investisseurs, l'audit demeure encore souvent une boîte noire, d'où des incompréhensions, qualifiées d'*expectation gap*, sur sa portée et sur ses limites. Comme le rappelait fort justement le président de la Compagnie nationale des CAC, Claude Cazes¹ : « Réduire l'*expectation gap* doit être le leitmotiv de notre démarche. Sans quoi nous prendrions le risque de solutions bousculant nos organisations et ne répondant pas à la demande de nos environnements. »
- ▶ L'audit et sa matière première, la comptabilité, ne sont pas des sciences exactes, mais des disciplines qui reposent sur des conventions dont la pertinence varie dans le temps et dans l'espace. Les conventions ne peuvent pas demeurer les mêmes en période de crise qu'en période de croissance durable, dans les économies développées que dans les pays émergents récemment convertis à l'économie de marché.
- ▶ L'audit doit tenir compte de la taille des entreprises : les contraintes ne sont pas les mêmes dans un grand groupe mondialisé coté ou dans une entité d'un secteur fortement réglementé et systémique (banque, assurance) et dans une PME régionale.

Les réformes à envisager

Les réformes les plus efficaces concernent la gouvernance. Pas de bon audit sans bon audité. La qualité de l'audit dépend non seulement de la qualité du travail de l'auditeur, mais aussi de la qualité des informations qui lui sont fournies et de la richesse des relations qu'il entretient avec la gouvernance : organes sociaux et surtout comité d'audit, dont l'extension du rôle et de la responsabilité seraient bienvenues.

1. Colloque organisé le 20 mai 2012 sur la régulation de l'audit.

Dans le souci de mieux communiquer avec les tiers le rapport d'audit pourrait être plus développé, avec une information plus qualitative sur les risques, par exemple, l'approche par les risques est en effet à la base de la démarche de l'auditeur.

Les réflexions du Livre vert en faveur d'une « Europe de l'audit » ne peuvent qu'être approuvées. Une harmonisation des pratiques nationales, coordonnées si possible à l'échelon mondial et surtout à l'échelon européen, rendraient les contrôles des groupes encore plus efficaces ; c'est un préalable à la mise en place d'une supervision supranationale dont la mission majeure serait double :

- ▶ veiller à un niveau de qualité homogène des systèmes de supervision de chaque membre de l'UE ;
- ▶ faire la promotion du modèle d'audit européen et le défendre contre les velléités d'extraterritorialité des Américains qui veulent contrôler les auditeurs des filiales de sociétés cotées à New York.

L'élargissement du rôle de l'audit : une réforme à aborder avec la plus grande prudence

Certains envisagent d'élargir le périmètre de l'audit à l'appréciation des risques, voire à se prononcer sur les prévisions des audités. Avant d'entreprendre de telles ouvertures il faut répondre à la question : comment mieux répondre aux attentes des acteurs économiques et à celles des investisseurs ? En attendant, mieux vaut se consacrer à l'amélioration de l'audit dans sa configuration actuelle.

La trilogie audit de qualité, sécurité financière, stabilité des marchés est doublement redevable à la crise :

- ▶ elle a permis de départager les opérateurs dont la disparition peut avoir des conséquences systémiques et ceux qui, bien qu'ayant un rayon d'action mondial, ne le sont pas ; exemple les réseaux d'audit multinationaux ;
- ▶ elle a fait prendre conscience de l'importance du rôle d'un audit de qualité dans le rétablissement et le maintien de la confiance des investisseurs ainsi que de la nécessité d'une régulation coordonnée au plan mondial de l'ensemble des opérateurs de la chaîne financière.

Valorisation de l'entreprise innovante et systèmes de gouvernance

JEAN-SÉBASTIEN LANTZ

Les entreprises contemporaines suivent un mouvement opposé à celui qui a caractérisé leur activité capitalistique le siècle dernier et on assiste à une segmentation de la propriété des actifs avec :

- ▶ d'un côté, une propriété stratégique d'actifs intangibles tels que les marques, les brevets et licences et les titres de participation. Ces actifs sont considérés comme privilégiés et sont abrités dans les centres de profit, là où se mène l'exigence de rentabilité ;
- ▶ de l'autre côté, une propriété non stratégique avec des actifs bien souvent tangibles. Ces actifs sont logés dans des centres de coûts, livrés à une concurrence intra-usines d'un groupe ou externalisés.

Cette segmentation de propriété s'intensifie et s'observe quotidiennement au travers des plans de licenciement qui font notre actualité. S'inscrire dans le courant de l'histoire de l'évolution des actifs stratégiques de l'entreprise en maintenant notre compétitivité nous invite à nous interroger sur les mécanismes d'investissement dans l'innovation et les systèmes de gouvernance.

Le capital immatériel, tel qu'une licence, est acté et amortissable au fur et à mesure de sa consommation, mais bien que disposant d'éléments comptables, la valorisation de l'entreprise reste difficile lorsque des brevets, des marques ou des licences constituent l'activité stratégique de l'entreprise. Les incertitudes et l'impatience pressante des actionnaires peuvent conduire à de fortes dévalorisations lorsque les bénéfices attendus sont reportés dans le temps. Valoriser l'entreprise de haute technologie reste donc un exercice périlleux, car les actifs immatériels sont de véritables leviers synergiques multiplicateurs de la performance de l'entreprise lorsqu'ils sont producteurs de rêves. Ainsi, du 4 janvier 1999 au 3 janvier 2001, l'indice CAC avait augmenté de 37,3 % alors que l'indice des valeurs de croissance du nouveau

marché a suivi une progression deux fois plus importante avec une croissance de 79,1 %. Mais lorsque les bénéfiques tardent, le doute s'installe sur la valeur des actifs immatériels porteurs de croissance. Ces éléments investis que l'on désigne comme des survaleurs prennent des allures de *badwill*. Ses effets de levier sont massivement destructeurs de valeur. Le rêve tourne au cauchemar en faisant dramatiquement plonger les cours boursiers. Depuis 2000, le CAC 40 a perdu plus de 50 % de sa valeur sans avoir véritablement réussi à se redresser jusqu'à ce jour, contrairement aux indices américains et chinois.

L'investissement dans l'immatériel est par conséquent stratégique et sensible, car il intervient en amont du cycle de production. Les choix décisionnels issus du processus d'acquisition de connaissances et de droits d'exploitation ont un caractère irréversible et structurant de l'entreprise, allant jusqu'à la mettre en péril. Les faillites spectaculaires de leaders mondiaux tels que Worldcom ou Enron sont le reflet de situations où une gestion administrée et incontrôlée de l'immatériel s'est montrée dévastatrice par le détournement massif de richesse.

Valoriser le capital intellectuel et immatériel est donc le défi à relever pour maximiser la situation nette de l'entreprise dans une économie de la connaissance. L'expérience a démontré qu'il ne suffit pas d'afficher un *goodwill* dont la valeur se puise dans l'imaginaire, car dans ce cas la dynamique de la spéculation financière vient amplifier les carences de la gouvernance de l'entreprise témoignant ainsi d'une forme de myopie du marché.

C'est en signant leur entrée dans l'ère du *corporate venture* par une gestion entrepreneuriale dynamique que les grandes entreprises bénéficieront du changement. S'organiser en entreprises projets, structurer leur actionariat pour les accompagner fidèlement dans le développement, communiquer clairement sur la valeur des immatériels sont autant de nouvelles problématiques auxquelles les entreprises contemporaines sont confrontées. Plus que jamais, les hommes de l'actif devront vaincre la myopie des hommes du passif avant que ces derniers innovent à leur tour afin de saisir les opportunités d'investissement par la mise en œuvre d'outils de gouvernance adaptés.

La suite de notre exposé détaillera l'analyse des enjeux pour les dirigeants et les investisseurs d'opter pour une intermédiation financière industrielle active dans le but de minimiser le coût du capital, et de valoriser les projets innovants par la maîtrise des risques. Nous concluons par une prospec-

tive des leviers de compétitivité d'une économie désormais tournée vers l'exploitation de la connaissance en favorisant le développement de fonds d'investissement industriels d'innovation.

L'INNOVATION FACE À SON COÛT DU CAPITAL

La logique de dématérialisation suivie par les entreprises des pays industrialisés induit des modifications structurelles dans la chaîne de valeurs économiques. Ce n'est plus nécessairement le dernier assembleur qui maîtrise la chaîne (comme dans l'automobile), mais celui qui peut établir des droits de propriété sur les éléments cruciaux, comme Intel face aux assembleurs de PC ou encore Microsoft sur les systèmes d'exploitation. Ces changements dans la structure de la chaîne de valeurs reflètent une tendance des entreprises à se concentrer sur l'exploitation de leur stock de savoirs ou, en d'autres termes, sur leur capital immatériel. Le capital immatériel s'articule autour de trois composantes essentielles.

- ▶ Premièrement, le capital humain, qui représente le savoir et le savoir-faire individuel, les aptitudes et compétences des personnes ainsi que leur créativité pour développer des produits.
- ▶ Deuxièmement, le capital structurel interne, qui représente tout ce que les employés laissent dans les bureaux quand ils rentrent chez eux : bases de données, fichiers clients, logiciels et tout ce qui améliore l'efficacité organisationnelle.
- ▶ Troisièmement, le capital structurel externe exprime la capacité de l'entreprise à valoriser ses relations avec ses partenaires extérieurs.

L'intensification de l'exploitation du capital immatériel a donné naissance à un cycle d'émergence d'entreprises appelées « entreprises innovantes ». Ces entreprises puisent leur origine dans la vague des start-up technologiques qui a émergé entre 1996 et 2001. Par défi, ces start-up ont forcé les grandes entreprises à rentrer dans une économie de croissance par l'innovation. Ce cycle a pris véritablement son essor à partir de 2003 et s'est largement intensifié depuis 2005 au niveau mondial. Conscients de cette nouvelle donne économique, les pouvoirs publics s'emploient aujourd'hui à inciter les entreprises à investir dans l'innovation pour rester compétitives. L'Union européenne, dans ses déclarations de Lisbonne, s'est notamment fixée un objectif de 3 % du PIB pour les dépenses en R&D. Dans ce prolongement, on a vu naître en 2006 l'Agence de l'innovation industrielle et les

pôles de compétitivité ainsi que l'agence France Brevets en 2010. En effet, lancer de nouveaux produits et de nouveaux services change les modèles économiques et crée de nouveaux espaces concurrentiels. Par exemple, depuis 2005, IBM a opté pour des changements radicaux. L'entreprise s'est orientée vers des activités de services à forte valeur ajoutée alors qu'elle était leader dans la production d'équipements. À l'inverse, ne pas innover peut être déstabilisant. Par exemple, on a assisté à un effondrement de Kodak ou d'Agfa qui ont pris sans doute trop tardivement le virage du numérique.

Valoriser le capital intellectuel et immatériel est le nouveau défi à relever pour assurer le transfert technologique de projets issus de la recherche publique ou privée vers une commercialisation de biens et services innovants à l'échelle mondiale. Mais, sur le plan financier, les investissements dans la recherche et le développement ainsi que dans les actifs immatériels posent un problème de redéployabilité de l'actif. En d'autres termes, en cas de difficulté, la valeur liquidative de ces actifs est faible. L'entreprise innovante est alors contrainte de se financer en fonds propres, car elle ne dispose pas de garanties solides à offrir aux prêteurs. Plus les bénéfices sont incertains parce qu'ils reposent sur des concepts flous, plus ces bénéfices sont éloignés dans le temps et plus les investisseurs en fonds propres vont attendre une rémunération élevée. Aussi, dans un contexte où le fonctionnement des entreprises innovantes est par essence dynamique et risqué, le comportement des investisseurs peut être influencé par des biais de rationalité. Les décisions des individus sont en général construites sur des règles de conduite simples, des heuristiques, qui ont donné de bons résultats dans le passé. Les projets innovants changent les repères et peuvent alors faire l'objet d'une surestimation des risques qui conduit à une augmentation considérable du coût des ressources financières de l'entreprise. Le coût du passif de l'entreprise tend alors à être exponentiellement croissant avec le degré d'innovation, au point où certains projets peuvent être abandonnés pour cause de valeur actuelle nette négative due à une surestimation du coût du capital par souci de couverture du risque. La matrice à partir de laquelle nous développons nos arguments s'inscrit dans le courant actuel des marchés financiers qui tend à substituer le financement du bas de bilan par l'abondement de ressources financières en haut de bilan. Cette permutation de la structure de financement de l'entreprise est apparue de façon significative à partir de 2002, date à laquelle on a observé les prémices de la glaciation du marché de la dette au bénéfice de l'émergence des fonds de *private equity* avec à leur tête TPG, Goldman Sachs et Apollo.

L'émergence de la nouvelle génération d'hommes innovants, opérant l'actif des entreprises, s'est accompagnée d'une mutation des hommes du passif et, donc, des règles de gouvernance liées aux stratégies d'investissement et de valorisation du bilan. Au niveau conceptuel, le primat accordé au rôle des investisseurs en haut de bilan (*private equity*) comme investisseurs actifs dans les entreprises innovantes inscrit notre propos dans un paradigme qui conçoit leur intermédiation comme limitant les coûts de signalisation et d'agence. Ainsi, nous posons pour hypothèse que l'investissement en haut de bilan réduit le coût du capital, valorisant par là même l'entreprise innovante, ce qui était l'opposé par le passé. Les questionnements que nous poursuivons sont :

- ▶ Quelle est l'incidence des investissements dans l'innovation sur l'évaluation financière des entreprises ?
- ▶ Quelles sont les sources de financement et leurs incidences sur le contrôle de l'entreprise ?
- ▶ Comment la fonction d'investisseur évolue-t-elle au travers des pratiques d'investissement et de désinvestissement ?
- ▶ Quels sont les systèmes de gouvernance favorisant la valorisation de l'organisation innovante ?

Afin d'apporter un éclairage sur ces questionnements, nous expliquons dans le paragraphe suivant les raisons qui masquent la beauté des projets innovants, au point où le coût du capital est tel que les investisseurs ne sont plus enclins à financer les projets de croissance. Nous comprendrons par la suite que seule une stratégie de sous-évaluation, couplée à l'activisme des intermédiaires financiers en capital investissement permet au marché financier de séparer la qualité des entreprises innovantes, et par conséquent de réduire le coût du capital. Nous examinerons alors les modes de gouvernance associés aux stratégies d'investissement en capital permettant d'établir une efficience informationnelle entre les marchés financiers et les entreprises innovantes, notamment en s'attachant aux caractéristiques de structures nouvelles regroupées sous le nom de *corporate venture capital* (CVC).

LES LIMITES DES CAPITAL INVESTISSEURS DANS LA VALORISATION DE L'INNOVATION

Les difficultés des entreprises innovantes à signaler la qualité de leurs projets sont accrues par le caractère intangible et spécifique de leurs actifs. Ces dernières caractéristiques impliquent une redéployabilité limitée dans la mesure où elles représentent pour tout agent autre que l'entreprise qui le possède une valeur bien inférieure à celle que lui attribue son propriétaire. Les créanciers habituels tels que les banques font alors face à des niveaux de risques qu'ils refusent d'assumer ou qu'ils n'assumeraient qu'à un coût excessif. L'accès à l'endettement est par conséquent limité et l'entreprise innovante ne peut se tourner que vers un financement en fonds propres dans un contexte de crise de liquidités.

Le financement en fonds propres implique une dilution du capital et la perte de contrôle des dirigeants qui est générateur de coûts d'agence. Dans cette situation, le coût du capital peut être tel que peu de projets sont éligibles à un financement en fonds propres pour des raisons de valeur actuelle nette négative. En effet, innover requiert des investissements dans les programmes de recherche et développement. Ces investissements se traduisent par des charges apparaissant immédiatement dans le compte de résultat. Les bénéfices de l'entreprise sont alors immédiatement grevés et repoussés de manière incertaine dans le temps. Les études que nous avons menées sur les secteurs technologiques de l'aérospatial, de la biotechnologie, des télécommunications et du logiciel montrent que les actionnaires d'entreprises investissant dans la R&D anticipent :

- ▶ une dégradation à court terme de la rentabilité d'autant plus importante que les charges de R&D sont élevées ou qu'elles viennent alourdir l'actif en cas d'activation. Ces observations sont d'autant plus amplifiées que l'actif de l'entreprise est constitué d'immobilisations incorporelles ;
- ▶ une volatilité accrue des *cash-flows* attendus. Le risque perçu par le marché financier est près de deux fois plus élevé pour les entreprises technologiques qui ont d'importants investissements en R&D puisque leur bêta passe de 1,17 à de 2,01. Les dépenses de R&D sont alors sources d'une augmentation du coût du capital très significative et donc d'une dévalorisation de l'entreprise.

On assiste alors à un paradoxe, car si l'innovation permet le renouvellement de l'offre à un taux supérieur à celui du marché, elle peut aussi se

révéler destructrice de valeur pour l'actionnaire en raison des risques et de son coût du capital associé. Le financement de l'innovation devrait donc répondre à de nouvelles formes de gouvernance permettant de réduire l'asymétrie d'information et par là même le coût du capital.

En effet, l'asymétrie d'information dont souffre l'entreprise innovante est par essence génératrice de coûts d'agence de par les flexibilités d'investissement offertes aux dirigeants. Ces coûts d'agence peuvent être réduits par la structure de propriété, et cela dans l'hypothèse d'un marché efficient. Cette proposition implique une évolution de la structure de propriété de l'entreprise pour rapprocher l'investisseur des projets innovants. Les investisseurs étant plus proches, l'asymétrie d'information est réduite et ils sont en mesure d'avoir un meilleur contrôle. Cependant, tous les investisseurs ne disposent pas des connaissances techniques et commerciales pour évaluer des projets innovants. De plus, ils ne disposent pas toujours des compétences requises pour accompagner de tels projets, ni d'un accès à un marché où ils pourraient valoriser leurs participations. En cas d'échec, nos observations montrent que l'impact d'une alerte sur le gouvernement d'entreprise a un effet négatif sur la richesse des actionnaires. Ce résultat corrobore les conclusions de la littérature selon lesquelles la répétition ou la prolongation d'un conflit ne fait que signaler au marché l'incapacité croissante des activistes à trouver une solution pour entreprendre le dialogue et les changements organisationnels nécessaires à la maximisation de la valeur actionnariale.

En revanche, les capital investisseurs sont spécialisés dans des secteurs technologiques et dans des stades de développement. Leur expertise leur permet de sélectionner les projets innovants et d'investir pour le compte de tiers. Ces investisseurs n'apportent pas l'ensemble des capitaux en une seule fois, mais ils accompagnent l'entreprise en investissant par étapes. À la différence d'une banque, l'allocation des ressources financières par les capital investisseurs, appelés aussi investisseurs en *private equity*, est adaptative et dynamique au fil de l'évolution du projet, ce qui confère un rôle actif au capital-investisseur. Leur apport cognitif conduit à considérer cette classe d'actionnaires non pas comme de simples créanciers résiduels, mais davantage comme des agents créant une valeur partenariale lorsqu'ils sont initiés par l'industrie.

L'ACTIVISME DES FONDS D'INVESTISSEMENT INDUSTRIELS D'INNOVATION ET LA CRÉATION DE VALEUR

Le rôle actif des capital investisseurs s'inscrit dans un paradigme concevant leur intermédiation comme un moyen de limiter les coûts d'agence et de signalisation, donc le coût du capital. En effet, le défi des hommes du passif portent sur leur capacité à gérer les contrats leur permettant d'aligner les intérêts de chacun, ce qui leur confère la possibilité d'agir sur la géographie du capital et de valoriser ou de sanctionner les intérêts de chacun des acteurs.

L'activisme des capital investisseurs devrait être d'autant plus intense que la qualité intangible des actifs de l'entreprise et de ses investissements dans des programmes de R&D constitue une source d'asymétrie d'information par la flexibilité et les opportunités d'investissement offertes. Cependant, l'Europe et plus particulièrement la France font face à une pénurie de capitaux investis dans les projets en phase d'amorçage et dans les projets de R&D. Cette situation s'explique par les contraintes exercées par les actionnaires de fonds de *private equity* sur les gestionnaires de fonds. Cette recherche de rentabilité à court terme réduit les investissements dans les projets innovants. En France, seuls 18 fonds communs de placement à risque sur 514 ont une activité de financement en amorçage. Autant d'éléments fondamentaux qui remettent en cause l'aptitude des capital investisseurs à intervenir en amorçage, ces derniers se concentrant sur le capital transmission afin de réduire leurs prises de risque. Sur le plan mondial, la situation n'est cependant pas aussi grave qu'il n'y paraît, et cela grâce à l'émergence de fonds d'investissement spécialisés appelés CVC (*corporate venture capital*). Aux États-Unis, la vaste majorité des grandes entreprises investissent massivement dans des fonds indépendants de CVC et détiennent une part conséquente de leur capital, ce qui diminue largement la pression de rentabilité à court terme réclamée généralement par les actionnaires institutionnels au bénéfice d'une vision stratégique de long terme.

Dans ce contexte, il y a deux façons de concevoir le concept de *corporate venture capital* : d'une part, comme une prise de risque externe pour l'entreprise, d'autre part, comme une source alternative de financement pour les jeunes entreprises innovantes ou les projets innovants des grandes entreprises. Ces deux conceptions du CVC ne s'opposent pas. Au contraire, elles décrivent les intérêts communs qui sont partagés au travers d'un mode organisationnel qui assure l'externalisation du risque-tout en permettant

le financement et le contrôle de projets innovants. C'est la raison pour laquelle le CVC est souvent défini en première approximation comme un apport en fonds propres et en compétences techniques ou stratégiques, mettant ainsi en évidence une relation de dépendance de la jeune entreprise innovante par rapport à l'entreprise mère. Cette relation de dépendance est conditionnelle au contrôle exercé par l'entreprise mère sur le fonds d'investissement et on peut ainsi distinguer deux catégories de CVC.

- ▶ Les fonds semi-captifs sont créés et abondés par une grande entreprise qui en garde le contrôle et ils sont éventuellement ouverts à d'autres partenaires industriels. L'objectif stratégique de ces fonds est d'investir essentiellement dans des projets proches du cœur de métier des investisseurs d'origine à l'image de Burrill & Company.
- ▶ Les fonds captifs sont détenus à 100 % par la société mère et ont pour mission de servir les intérêts stratégiques et financiers de cette dernière. C'est le cas d'Unilever Technology Venture ou d'Intel Capital, champion mondial de cette discipline.

Unilever est sans doute l'un des précurseurs de la valorisation de la propriété stratégique d'actifs immatériels puisqu'il revendique de ne pas avoir d'unités de production en propre, mais d'avoir mis en œuvre un système de gouvernance adapté et construit sur un *mix* financier en CVC captif et semi-captif. Ce *mix* correspond à la poursuite d'objectifs différents allant d'objectifs financiers jusqu'à des objectifs stratégique-industriels plus élaborés comme la veille technologique, la surveillance de marché, la complémentarité des produits, la participation en vue d'une prise de contrôle intégrale, la valorisation des participations dans l'immatériel au sens large.

Les fonds captifs ont pour objectif premier de servir les intérêts des groupes industriels qui les détiennent pleinement. Leurs différentes opérations s'articulent autour de création, d'extension, de revitalisation et de diversification. À travers ces différentes thématiques, les acteurs du CVC bénéficient de réelles opportunités. Les projets étant pour une grande majorité innovants, les équipes en charge ont à faire face à des niveaux de risques élevés et donc à une incertitude importante quant aux résultats futurs. Ainsi, contrairement aux sociétés de gestion spécialisées dans le capital-risque, les CVC captifs ont une approche stratégique essentiellement industrielle. Ces fonds cherchent à investir dans des projets présentant des synergies avec les métiers de la grande entreprise.

Les changements organisationnels engendrés par la mise en œuvre de structure de *corporate venture capital* ne présentent cependant pas uniquement des aspects positifs, comme le montre d'ailleurs la présence de nombreux détracteurs. Ses inconvénients sont les suivants.

- ▶ Premièrement, garder une certaine intégrité face à des projets concurrents de l'entreprise mère.
- ▶ Deuxièmement, se soumettre à la conjoncture économique et aux choix stratégiques des dirigeants. En effet, les capitaux proviennent dans un grand nombre de cas de liquidités excédentaires de l'entreprise mère. Leur existence est alors remise en question en période de crise. Les exemples à ce sujet ne manquent pas : Innovacom (France Télécom) et Vivitures (Vivendi) sont aujourd'hui devenus indépendants ; ou encore Valeo Venture, fermé par le nouveau dirigeant qui a jugé l'activité « peu stratégique », alors qu'Air Liquide Ventures a été repris par Alto Invest pour les mêmes raisons.

Pour qu'elle soit un succès, l'intermédiation financière en CVC doit réhabiliter le rôle prépondérant de l'activisme financier en incluant la dimension processuelle des cycles d'investissement et de désinvestissement. En investissant dans des projets, le CVC acquiert de l'information qui est valorisée si les coûts de financement liés à l'identification, à la sélection, à l'investissement, à l'accompagnement et au désengagement dans les projets sont inférieurs à ceux qui seraient générés par des investissements directs. Par conséquent, l'intermédiation en CVC ne s'adresse qu'aux entreprises projets qui ont pour particularité, certes, d'être innovantes, mais aussi d'être en rupture avec les connaissances de l'entreprise, celles pour lesquelles le coût du capital est déterminant. En d'autres termes, les CVC justifient leur rôle dans une économie où les engagements financiers s'adressent à de jeunes entreprises innovantes dont les informations sont difficiles à décrypter, c'est-à-dire des entreprises en asymétrie d'information. Le besoin d'un dispositif permettant de signaler la qualité de projets ciblés est nécessaire pour éviter de multiplier des investissements directs dans des projets innovants dont une large part pourrait se révéler défailante ou non stratégique. Le rôle des fonds en *corporate venture capital*, qu'on peut également nommer fonds d'investissement d'innovation industriel, est envisagé comme un apport de fonds propres complété d'un apport en industrie dans de jeunes entreprises innovantes par une entreprise mère au travers d'un fonds d'investissement d'innovation industriel captif ou semi-captif. Ces fonds excluent toute entité

dépendante d'une entreprise à vocation purement financière comme chef de file. La principale différence entre le *corporate venture capital* et le *venture capital* (capital-risque) repose sur la nature de l'utilité des partenaires des fonds. En effet, si les modes opératoires d'investissement dans les jeunes entreprises innovantes sont conditionnés par des contraintes financières, le *corporate venture capital* privilégiera les stratégies industrielles d'exploration, d'anticipation, de valorisation et de consolidation à un objectif de rentabilité. La taille des fonds de CVC s'échelonne de 21 millions de dollars pour SBC Communication à 4 milliards de dollars pour Intel. La taille médiane des fonds est aux États-Unis de 140 millions de dollars, soit sept fois supérieure en comparaison avec les capital-risqueurs en France.

L'un des dangers du *corporate venture* est l'avènement de conflits d'intérêts au cours de la relation, notamment des mouvements stratégiques spécifiques fondés sur la surveillance du marché qui vont mettre les deux entités en concurrence. La grande entreprise peut aussi abuser de son pouvoir de négociation en ce qui concerne l'accès à ses ressources. Les investissements de *corporate venture capital* ayant pour but d'externaliser la R&D sont les plus sujets à des phénomènes d'opportunisme de la part de la grande entreprise alors que les investissements ayant pour but d'améliorer la demande sur des produits sont le moins sujets à ce type de phénomène. Cet ensemble de notions doit donc être pris en compte à la fois par la grande entreprise et par la jeune entreprise innovante pour accroître les chances d'une collaboration fructueuse.

CONCLUSION

L'intermédiation financière en *corporate venture capital* émerge comme un système de gouvernance permettant le financement de l'entreprise innovante en réduisant le coût du capital. Nos explications mettent en exergue l'activisme de ces financiers comme étant une source de création de valeur des projets innovants favorisant le transfert technologique. En effet, l'activisme des capital-investisseurs ne se limite pas à des batailles d'actionnaires, mais au contraire, il prévient ces batailles et il est porteur d'une valeur partenariale qui est d'autant plus valorisée que les fonds ont une stratégie industrielle.

Notre propos apporte à cet égard des prescriptions particulières, relatives aux différentes pratiques d'investissement dans les entreprises innovantes. Nous avons mis en lumière la production d'information issue des stratégies financières des capital investisseurs comme une variable de premier ordre, avant la sous-évaluation. Cette observation confirme l'intérêt de l'intervention en capital investissement face à une stratégie de sous-évaluation qui vient accentuer la dévalorisation des projets innovants. Plus particulièrement, l'intermédiation financière en *corporate venture capital* nous paraît fournir un mécanisme d'investissement approprié aux problèmes de gouvernance de l'innovation pour plusieurs raisons. Tout d'abord, l'approche par l'intermédiation financière en CVC réhabilite le rôle prépondérant de l'activisme des financiers. Ensuite, elle inclut la dimension processuelle du cycle d'investissement et de désinvestissement. Enfin, elle s'attache aux projets en forte asymétrie en soulignant le rôle accordé à la capacité d'évaluation, de financement et d'accompagnement des intermédiaires financiers spécialisés.

Une gouvernance responsable, pour une entreprise pérenne et durable

DANIEL CORFMAT

LE CONTEXTE

Le développement durable et son accompagnement financier s'imposent chaque jour un peu plus.

La gouvernance d'entreprise – *corporate governance* – est aussi à l'ordre du jour depuis une trentaine d'années. Née aux États-Unis au début des années 1980 dans le contexte précis du capitalisme dans les économies et sociétés libérales, la gouvernance accompagne maintenant ou est supposée accompagner la plupart des entreprises et banques.

Le capitalisme présente deux aspects¹ : celui, européen dit rhénan, qui considère l'entreprise comme « une institution investie de responsabilités sociales et donc poursuivant des finalités multiples ». Il s'agit d'un « pluralisme partenarial visant à concilier les intérêts des parties prenantes, clients, fournisseurs, actionnaires, salariés et, dans une certaine mesure, l'environnement ».

L'autre aspect développé plus récemment aux États-Unis et dans les pays anglo-saxons « relève d'un monisme actionnarial considérant essentiellement l'entreprise comme un paquet d'actions dont il s'agit de maximiser au plus vite les profits et la valeur (voir Milton Friedman) ». C'est le capitalisme dit financier qui est au cœur de la crise actuelle.

Les dérives de ce capitalisme financier ont été particulièrement nombreuses pendant les dix dernières années ; nous n'en citerons que les plus évidentes et les plus criantes.

1. D'après une communication de M. Michel Albert à l'Académie des sciences morales et politiques, décembre 2002.

- ▶ Une déconnexion totale des marchés financiers avec les réalités industrielle et économique.
- ▶ Des exigences irréalistes de ROE : est-il bien raisonnable d'exiger et promettre 20 % dans des économies au taux de croissance inférieur à 4 % ?
- ▶ Un centrage des décisions de gestion et d'investissements sur le très court terme.
- ▶ Des créations de produits financiers pléthoriques, complexes et difficilement contrôlables.
- ▶ Des agences de notation ne remplissant pas leur rôle en toute indépendance, avec des notations parfois peu fiables, comme sur les acteurs des *subprimes* aux États-Unis, à titre d'exemple.
- ▶ Des fraudes comptables dans certains grands groupes qui ont conduit les États à mettre en place des lois de régulation financières et comptables et encadrer davantage encore la profession des commissaires aux comptes.
- ▶ Une perte de référentiel éthique de la part d'acteurs majeurs du système.
- ▶ Une perte de la mesure de nombreux comités de rémunération allouant des revenus pour le moins décalés de la valeur ajoutée réelle des dirigeants. Ces décalages peuvent provoquer à terme, par contrecoup, des mesures de régulation fiscales elles-mêmes perturbatrices pour le développement des firmes.

Ces dérives ont conduit depuis une dizaine d'années, à partir des États-Unis eux-mêmes, à ce que l'on a appelé de nouveaux modèles d'entreprises dites « socialement responsables » répondant aux attentes et aux inquiétudes de la société civile et des consommateurs.

On considère aujourd'hui qu'une entreprise, quels que soient sa taille et son domaine d'activité, ne saurait se passer de l'application des concepts baptisés de RSE – responsabilité sociale de l'entreprise – et/ou d'ISR – investissement socialement responsable.

Les activités financières liées au développement durable, au sens large du terme, sont le domaine de la finance durable : celui des banques, sociétés financières, fonds d'investissement de toute sorte.

D'après Eurosif, ces ISR représentent aujourd'hui en Europe 1 000 milliards d'euros, chiffre presque ridicule (moins de 1 %) au regard des investissements non reconnus comme durables, mais en croissance exponentielle (multiplication par 3 en trois ans).

Ces entreprises financières sont concernées, au même titre que les entreprises industrielles, commerciales ou de services, par la mise en œuvre des meilleures pratiques de gouvernance, accompagnant les critères spécifiques au développement durable et aux placements ou investissements éthiques.

Le PIB mondial, autrement dit l'économie réelle c'est-à-dire celle qui est créée par les entreprises, leurs dirigeants et collaborateurs, et qui fait sens pour tous, ne représente que moins de 1 %. Le reste, l'économie dite « spéculative », représente les 99 % restants (dettes, produits dérivés).

Au-delà du constat que l'industrie se réduit à 25 %, le reste étant les services, près de 75 % environ de cette économie réelle sont générés non pas par les entreprises du CAC 40, Dow Jones ou autres DAX, mais par les PME-PMI.

Par rapport à la crise actuelle de 2008-2009, la position de l'ADAE est que ces excès de dérives du capitalisme, et par extension la naissance de ce que l'on appelle peut-être à tort les nouveaux modèles d'entreprises, proviennent essentiellement d'une mauvaise gouvernance de certaines grandes entreprises, financières et autres. Cette gouvernance est souvent trop axée sur la valeur des cours de Bourse et déresponsabilisée, car sans vision sociétale.

De nombreux conseils d'administration mériteraient par ailleurs d'être mieux constitués avec des talents plus variés et complémentaires, car la consanguinité entre membres et des pratiques résolument endogames peuvent profondément altérer la lucidité, le fonctionnement, voire l'éthique des organes dirigeants. L'application de bonnes pratiques à la fois saines et de bon sens, accompagnées de valeurs et de règles claires aurait sans doute évité, ou tout au moins très largement limité, l'ampleur d'une crise dont la nature est sans précédent dans l'histoire du capitalisme.

QU'EST-CE QUE LA BONNE GOUVERNANCE ?

Le gouvernement d'entreprise est généralement défini comme l'ensemble des « systèmes d'organisation et de management, des pouvoirs, des processus de décision et de contrôle » qu'une entreprise met en place pour protéger les intérêts et apporter de la valeur à l'ensemble des parties prenantes (actionnaires, salariés, clients, etc.). Son fonctionnement harmonieux conditionne la réussite et la pérennité de l'entreprise.

Toutes les entreprises nécessitent d'être gouvernées en même temps que managées. Bien évidemment, même si les principes de gouvernance sont identiques pour les grandes entreprises, pour les PME, les ETI et pour les sociétés financières, les diverses activités, les différences de taille, de statut, de nationalité, etc., vont imposer des adaptations indispensables.

La structure et le processus de décision des organes de gouvernement d'entreprise, notamment le conseil d'administration, sont les points clés de la gouvernance.

Le système de relations entre le conseil, ses comités spécialisés et les actionnaires, les auditeurs et commissaires aux comptes et les divers organismes (comités) de contrôle, le conseil et la direction générale de l'entreprise ainsi qu'avec les diverses parties prenantes autour de l'entreprise, comme notamment les salariés, clients, fournisseurs, ou sous-traitants, est crucial pour une gouvernance efficiente.

Une définition plus précise de la gouvernance (traduction libre) est donnée par la National Association of Corporate Directors (États-Unis).

Un gouvernement d'entreprise efficient doit s'assurer que :

- ▶ des objectifs de stratégie à long terme sont établis ;
- ▶ leurs plans d'application sont mis en œuvre ;
- ▶ qu'une structure de direction et une direction appropriée sont en place pour atteindre ces objectifs ;
- ▶ le management met tout en œuvre pour maintenir l'intégrité, la réputation de l'entreprise, les responsabilités diverses de l'entreprise, vis-à-vis non seulement de ses actionnaires, mais aussi de toutes les autres parties prenantes.

Au rang des parties prenantes se trouvent évidemment, en premier lieu, les associés, constitués en assemblée générale des actionnaires, qui élitent le conseil d'administration, les organes de direction, de gestion et de contrôle, conformément aux lois, règlements et aux pratiques universellement admises en la matière, et bien sûr les salariés.

Aux principales parties prenantes (actionnaires, salariés, clients) pour lesquelles l'entreprise est mise sous tension au quotidien par le management, s'ajoutent désormais et de plus en plus les attentes citoyennes de la collectivité qui s'expriment par la mise en place par les États d'organes de

régulation ou de lois et règlements de conformité des actes de gestion des entreprises qui encadrent strictement dans un champ précis les règles du jeu.

Qui est concerné ?

L'ensemble des entreprises, cotées ou non, les plus grandes, très internationalisées, mais aussi les PME.

En France, les PME, au nombre d'environ 2,35 millions, représentent environ 96 % des entreprises, voire plus, et parmi celles-ci les moyennes entreprises proprement dites sont au nombre d'environ 210 000, dont 44 000 comprennent de 20 à 249 salariés.

Les meilleures pratiques de gouvernance devraient donc s'adresser à l'ensemble des dirigeants, qu'ils soient exécutifs ou délibérants. Il s'agit principalement :

- des administrateurs dans le cas des SA à conseil d'administration ;
- des membres des conseils de surveillance et des directoires ;
- des membres du comité de direction dans les SAS ;
- des membres du conseil de gérance dans les SARL qui en sont dotées ;
- des dirigeants, présidents (non exécutifs), présidents-directeurs généraux ;
- des directeurs généraux et directeurs financiers dans la plupart des cas.

Au sein des entreprises, cotées ou non, quelles que soient leur taille et leur activité, l'adoption des meilleures pratiques de gouvernance devrait les inciter à transformer et à ouvrir les organes collectifs de décision pour une meilleure transparence et pour ajouter des compétences complémentaires, par exemple des administrateurs indépendants qualifiés.

Difficultés de mise en œuvre de la gouvernance

De nombreuses insuffisances relevées de manière récurrente dans la gestion des PME et de sociétés cotées ont notamment pour source des dysfonctionnements du gouvernement d'entreprise.

En effet, un nombre important d'études effectuées ont fait ressortir, à maintes reprises, des déficiences du gouvernement d'entreprise caractérisées par un déficit d'ouverture des conseils à des administrateurs qualifiés, un manque de réflexion et d'orientation stratégiques, une carence d'information sur les décisions prises, et donc un manque de transparence, une organisation interne comportant des fonctions mal définies ou incompatibles, l'absence d'une mise à jour régulière des procédures, enfin un système de contrôle interne défaillant et des mécanismes de contrôle externe souvent insuffisants.

En ce qui concerne le conseil proprement dit, les constatations suivantes ont été faites : un manque de définition des activités du conseil, un nombre insuffisant de réunions du conseil, des ordres du jour parfois imprécis, une absence d'évaluation de ses travaux, un suivi incomplet des délibérations des organes sociaux, du fait, par exemple, de comptes rendus insuffisants et de la mauvaise tenue des registres légaux...

Les bénéfices de la gouvernance d'entreprise et les recommandations de l'Adae

Les recommandations de l'Adae

Les éléments techniques de la gouvernance sont connus de longue date. Ils sont normalement mis en œuvre par le management de l'entreprise, mais devraient être approuvés et contrôlés par le gouvernement de celle-ci.

Conçues pour les grandes entreprises, souvent dans un contexte anglo-saxon, la difficulté de l'adaptation aux besoins d'entreprises moins importantes et ne disposant pas d'un personnel nombreux et/ou spécialisé conduit à une approche flexible de ces recommandations, chaque entreprise étant un cas particulier.

Par ailleurs, il n'est pas question de reproduire à l'identique les obligations des sociétés cotées – faites pour les grands groupes – et les plaquer *in extenso* à la moyenne entreprise. Cela serait incohérent par rapport à la taille de l'entreprise et impraticable. Le chef d'entreprise de la PME a le souci existentiel et permanent de la survie de son entreprise, par le développement du business et de sa société de manière durable et rentable.

Cela étant, de bons réflexes et certaines évolutions de perception et de comportement d'amélioration de sa gouvernance vont permettre au chef

d'entreprise de développer sa société et de limiter au mieux son exposition aux risques tout en accroissant sa rentabilité et sa durabilité.

Cependant, le système de gestion en cinq points sur lequel va reposer la gouvernance est pratiquement incontournable.

1. Disposer d'une stratégie et d'un plan d'affaires

Il est important que chaque société définisse en cohérence avec ses valeurs, périodiquement, sa mission et, par conséquent, une stratégie claire qui précise les grandes options en matière de métiers, de marchés et de développement durable, ainsi qu'un plan d'affaires régulièrement actualisé et permettant d'assurer, grâce à des prévisions périodiques d'activité, à l'observation de la concurrence, à l'adéquation des moyens humains, techniques et financiers, à l'acquisition des compétences clés nécessaires, à l'évolution du volume d'activité et de la qualité des risques.

L'intégration dans la stratégie de l'entreprise de références à un comportement éthique et responsable vis-à-vis du développement durable peut se révéler très porteuse dans un contexte très concurrentiel où le choix des opérateurs obéira à des exigences fortes intégrant ces valeurs.

2. Disposer de techniques d'allocation économique du capital ainsi que de mesures de la rentabilité

La maîtrise des risques et la rentabilité doivent cependant aller de pair avec les objectifs de croissance de l'actif et du volume d'affaires. En conséquence, il y a lieu de disposer de procédures et de techniques d'allocation économique du capital ainsi que de mesures de la rentabilité des diverses branches de l'activité.

3. Disposer de procédures de gestion des risques

De même, une gestion efficace impose une organisation qui respecte le principe de la séparation des fonctions d'autorisation, d'exécution et de contrôle. En particulier, dans le domaine des investissements, la mise en place de procédures et de techniques modernes de gestion des risques devrait permettre de s'assurer que ceux-ci restent dans les limites des pouvoirs, délégations de pouvoirs et autorisations. Elles doivent, en outre, s'étendre aux risques opérationnels générés par l'activité, l'environnement et les systèmes exploités, et à l'ensemble des risques de non-conformité aux lois et règlements, risques générés par l'activité en France et à

l'international. La responsabilité des conseils d'administration vis-à-vis de ces risques peut être éventuellement engagée au pénal et les conseils doivent diligenter régulièrement des contrôles efficaces dans ces domaines.

4. Disponibilité d'outils de mesure, de prévision et de simulation, de tests de vulnérabilité et de sensibilité

Une attention spécifique doit être accordée à la mise en place d'outils de mesure, de prévision et de simulation ainsi que d'instruments permettant de tester la vulnérabilité de l'entreprise et sa sensibilité aux éventuels événements ou chocs internes et externes.

Doivent également être établis des instruments de mesure de type notation sociale et évaluation environnementale, éléments indispensables du développement durable.

Il n'est pas possible de décrire tous les outils dont toute entreprise et PME devrait pouvoir disposer. Cela étant, l'Adae a mis au point un outil destiné à faciliter le diagnostic de gouvernance de l'entreprise, l'identification de son exposition aux risques et les moyens de les réduire par la Matrice de Gouvernance[®], la MGA[®], mise au point par l'Adae.

5. Ouverture du conseil d'administration à des Administrateurs Qualifiés Indépendants[®], même dans les PME

Il est nécessaire d'aborder la répartition judicieuse des pouvoirs et des responsabilités entre l'organe délibérant et l'organe exécutif ou de gestion, sans alourdir ou ralentir les modes de fonctionnement des entreprises. Il s'agit plus ici de clarifier les rôles de chacun afin d'avoir un fonctionnement quotidien optimal et efficace, tout en évitant ainsi les pertes de temps et d'énergie.

En effet, l'Adae recommande d'ouvrir les conseils d'administration des PME à des administrateurs indépendants et qualifiés, les AQI[®] (Administrateur Qualifié Indépendant[®], Adae).

Ce dernier point sur la liste des recommandations de l'Adae pour une meilleure gouvernance de la moyenne entreprise est peut-être le premier par ordre d'importance.

En effet, quand on analyse d'une manière plus fine la quasi-faillite de certains secteurs industriels et en faisant la distinction entre les symptômes techniques réels (manque de liquidités) et les causes, on observe que l'aveu-

blement, voire l'autisme des conseils, est à la source de la quasi-totalité des situations d'urgence actuelles, notamment sur deux plans.

- ▶ L'accélération de la financiarisation complète de la notion même de performance, depuis ces dix dernières années, notamment par le système des *packages* de rémunérations, bonus, variables, plans de stock-options (*bonus & compensations*, en anglais).
- ▶ L'absence d'administrateurs réellement qualifiés et indépendants :
 - qualifiés, à savoir qu'ils aient d'une part parfaitement compris le sens, les finalités, les objectifs et les responsabilités de ce que leur rôle exigeait, bien au-delà du simple formalisme juridique de leur nomination (retour aux coutumes du début du xx^e siècle) ;
 - indépendants, c'est-à-dire réellement capables de porter un regard différent, sinon dissident, et soient en capacité de se faire entendre pour le bien de tous, à commencer par celui des actionnaires et des employés.

Les bénéfiques de la gouvernance d'entreprise

La gouvernance d'entreprise n'est pas un simple gadget né au milieu de la prospérité de l'après-guerre. Si l'on accepte le fait qu'elle est l'outil du management du management, on saisit immédiatement les bénéfiques que toute entreprise qui veut s'inscrire dans un développement durable peut en retirer.

C'est un travail de gouvernement, qui suppose le plein accord des actionnaires (la partie délibérante), travail auquel la direction exécutive doit évidemment être étroitement associée.

Il s'agit, par exemple :

- ▶ de la réflexion préalable sur la mission de l'entreprise (à quoi sert-elle, pour qui, pour quel développement, pourquoi, comment, dans quel environnement, avec quelles responsabilités sociales, avec quelle profitabilité souhaitable ou soutenable, etc. ?). On comprend dès lors qu'une telle réflexion doit s'appuyer sur un minimum de principes éthiques, sans entrer dans une approche angélique ou de comportements purs et irréels ;

- ▶ de la définition claire d'une stratégie de développement à moyen terme découlant de cette réflexion (écrite, révisée régulièrement et communiquée à toutes les parties prenantes, notamment les partenaires sociaux), et en fixant des objectifs globaux et révisables ;
- ▶ de s'assurer que la direction exécutive (ou opérationnelle) a mis en place l'organisation nécessaire pour atteindre ces objectifs, notamment pour affirmer et maintenir la réputation de l'entreprise (intégrité et responsabilités diverses) et aussi pour disposer des moyens nécessaires en ressources humaines et financières ;
- ▶ de s'assurer que la direction exécutive a mis en place les outils de contrôle et d'évaluation nécessaires à tous niveaux.

De manière plus générale, on s'aperçoit que derrière le vocable de gouvernance se profile la notion essentielle de pouvoir dans l'entreprise. Or, dans les faits, on s'aperçoit que le pouvoir reste encore beaucoup trop concentré dans les mains du CEO, voire dans des cas beaucoup plus rares de l'*executive board*.

Cela entraîne, comme on l'a vu dans les difficultés financières actuelles de certaines entreprises, que des décisions engageant non seulement l'ensemble des principaux actionnaires, mais aussi les minoritaires, petits porteurs, et toute la communauté économique et sociale environnante de l'entreprise, puissent être prises dans les faits par une seule personne (le CEO), profitant ou ayant soigneusement mis en place un conseil d'administration (*boards of directors*) composé d'affidés ou faibles techniquement, donc peu contrariants.

La gouvernance au sens de l'équilibre des pouvoirs n'est pas un gadget que l'on ressort comme un parapluie au moment de crises pour l'oublier quand le soleil brille de nouveau. C'est l'assurance de pouvoir limiter considérablement les risques de mauvaise décision et d'erreurs de pilotage. C'est la pierre angulaire d'un développement sain et équilibré pour le plus grand bénéfice de tous les acteurs économiques et sociaux, internes et externes. Et notamment de rentabilité pérenne.

La gouvernance et la pérennité de l'entreprise

Une bonne gouvernance peut se révéler essentielle pour l'entreprise quand elle traverse des phases clés de son développement, comme sa croissance externe si elle est nécessaire, ou la phase toujours délicate de la succession de son chef d'entreprise quand l'âge de son départ s'impose.

Les constats sur l'état de l'économie française convergent pour dire que les PME françaises doivent absolument croître. Une augmentation de 10 000 entreprises nouvelles de 100 à 500 salariés et de 1 000 à 2 000 salariés permettrait à la France de converger vers l'Allemagne en termes de solidité de son tissu d'entreprises compétitives à l'échelle internationale.

De même, on estime à plusieurs dizaines de milliers les PME françaises qui changeront de chefs d'entreprise dans les années à venir, atteints par la limite d'âge.

Ces deux exemples illustrent la grande fragilité des PME françaises. Et le risque de voir disparaître nombre d'entre elles est réel : soit par disparition complète, soit par rachat par des groupes français ou étrangers plus puissants avec son cortège de perte d'emplois.

Cette situation est d'autant plus préoccupante que les rapports entre les groupes français et les PME sous-traitantes, fournisseurs, ou concurrentes s'inscrivent parfois dans un contexte de prédation pure.

Il appartient naturellement à la puissance publique de traiter cet environnement, avec notamment des politiques en matière d'innovation et recherche adaptées, une politique fiscale du crédit et de reconstitution des marges pour l'investissement des PME. Mais il est tout autant nécessaire que les PME mettent en place de l'intérieur et de manière volontaire les processus d'anticipation et de décision qui leur permettent de trouver les bonnes solutions.

Une gouvernance de qualité permet la mise en place de ces processus. Une analyse stratégique plus complète avec ses interrogations sur les risques majeurs de développement, sur les risques et opportunités offerts par les marchés en France et à l'international, ses risques en matière de compétences clés, les bons partenariats permet d'anticiper les écueils à venir.

La participation active d'un administrateur indépendant (AQI®, Administrateur qualifié Indépendant®, Adae) et expérimenté au conseil d'administration est un atout pour mettre en évidence les faiblesses à résorber et les anticipations nécessaires pour passer le cap des phases les plus critiques.

25 ans : la mutation du métier de directeur financier

THIERRY LUTHI

1987-2012 : vingt-cinq ans au cours desquels les dirigeants finance-gestion ont vécu de nombreuses évolutions plus marquées en termes de technologies que de techniques financières ou de gestion, même si la complexité de certains outils a nécessité une spécialisation des métiers. De nouvelles et abondantes réglementations internationales, favorables pour les uns, trop complexes, voire contre-intuitives pour les autres, ont été érigées en réaction à des comportements trop souvent exacerbés et non suffisamment contrôlés.

Le dirigeant finance-gestion, homme de rigueur et de chiffres, a dû ou su s'adapter pour devenir un élément prépondérant dans la vie de l'entreprise en participant à la création de valeur, pas seulement financière, indispensable à assurer sa pérennité.

Petit retour en arrière sur une période riche en bouleversements et où la règle qui a prévalu est : mêmes causes, mêmes effets.

Avril 1987 : la Commission des Nations unies sur l'environnement et le développement publie le rapport Brundtland, intitulé *Our Common Future*, qui propose une définition du développement durable. Vingt-cinq ans après, le directeur financier doit intégrer dans son périmètre ce nouveau référentiel autour de la responsabilité sociale des entreprises (RSE). En effet, les informations non financières (sociales, environnementales, engagements sociétaux en faveur du développement durable) font leur entrée dans le dispositif des informations à présenter aux organes de gouvernance de l'entreprise et/ou du groupe.

19 octobre 1987 : *krach* des marchés de taux d'intérêt et d'actions. Le Dow Jones chute de près de 23 % en une seule séance, le dollar suit. La panique s'étend sur toutes les grandes places financières, dont Paris. À cette époque

déjà, les experts estimaient que « ce mouvement ne menace pas l'avenir économique de la planète ». Le CAC 40, principal indice boursier de la place de Paris, sera créé quelques jours plus tard, le 31 décembre 1987 avec 1 000 points de base.

Le 4 septembre 2000, après avoir culminé à près de 7 000, la bulle Internet éclate et entraîne dans son sillage une chute vertigineuse de l'indice pour atteindre, le 12 mars 2003, son plus bas niveau de l'histoire à 2 403 points. Après une crise mondiale de près de deux ans qui fera suite à la crise des *subprimes* aux États-Unis, le 9 mars 2009, ce niveau sera de nouveau approché. Depuis le 1^{er} janvier 2012, il oscille entre 3 000 et 3 500 points.

Ces évolutions sont le résultat de crises locales, sectorielles, puis mondiales dont l'origine vient d'une absence de maîtrise des stratégies de développement menées, avec dans chaque cas un phénomène de bulle ou de surchauffe (bulle essentiellement immobilière aux États-Unis en 2007 et plus tard en Espagne). Ces phénomènes ne sont pas le seul fruit d'acteurs économiques, mais résultent d'un appétit des consommateurs, agents économiques et citoyens qui ont tous souhaité prendre part à l'élan. L'absence de régulation adaptée n'a malheureusement pas limité l'emballlement de la machine.

La France, elle, n'a pas été en reste. La faillite du Crédit lyonnais en 1993 (130 milliards de pertes) trouve son origine dans la déconfiture, outre de sa politique de développement par croissance externe entre 1989 et 1992, de ses opérations immobilières : déjà, toujours et encore ! La croissance accélérée de Vivendi Universal illustre également, pour d'autres raisons, cette absence de mesure dans le développement.

Être visionnaire et entreprendre, oui, mais pas au-delà d'une certaine mesure surtout si, *in fine*, le citoyen est amené à régler la note.

Dès 1987, dans la revue *Échanges*, la DFCG rappelait par l'intermédiaire de Jean-Pierre Caillet, directeur financier et administrateur de la DFCG, le rôle important, voire vital dans le contexte actuel, du directeur financier qui « doit assurer la pérennité de l'entreprise » et d'ajouter « les décisions qu'il prend ne doivent jamais mettre en péril l'avenir de sa société, mais au contraire préparer le futur ». Certains seraient parfois bien inspirés d'appliquer cette recommandation.

Pierre Gervais, directeur général adjoint de la compagnie IBM France, ajoutait, oserais-je dire déjà, « notre monde est-il voué de façon inéluctable

à la récession et au chômage ? » en soulignant l'appétence des entreprises à investir dans la finance, parlant même de « cancérisation financière ». Et de poursuivre « soulignant les dangers d'une telle dérive », en retenant trois points qui donnent en quelque sorte une feuille de route pour le directeur financier :

- la nécessité de « compétences très spécifiques et un système de contrôle sévère » ;
- le développement des activités ne peut se faire « que sous la responsabilité de la direction générale » ;
- le risque ultime est un « déclin irrémédiable des activités productrices de biens et de services, autres que services financiers ».

Dans ce contexte, le dirigeant financier a un rôle à jouer, sa fonction première étant d'assurer la pérennité de l'entreprise à moyen et long terme tout en garantissant « sa liquidité » à court terme.

En 1987, le financement des entreprises constituait, déjà, une question cruciale essentiellement portée par le niveau élevé des taux d'intérêt.

De cette époque date la loi sur la prévention des difficultés des entreprises. Elle est toujours en vigueur, la seule différence étant qu'aujourd'hui les données doivent de plus en plus s'apprécier au niveau des groupes de sociétés, la loi relative à la prévention des difficultés des entreprises étant restée, quant à elle, sur une logique de comptes sociaux ! Elle permet certainement de renforcer la prévention dans les entreprises petites et moyennes, mais n'est sans doute plus adaptée aux groupes.

Le financement des entreprises, gage de pérennité, est une des missions clés du directeur financier quel que soit le stade de développement de l'entreprise. L'évolution de la réglementation va le conduire à élargir son périmètre de partenaires, ceux issus du monde bancaire laissant la place à d'autres acteurs des marchés financiers, d'où la question d'une juste régulation qui se posera inévitablement.

Cette question du financement est sans aucun doute le point central des années qui viennent de s'écouler et ce jusqu'au plus haut niveau des États.

2012, LE PRIX TURGOT FÊTE SES 25 ANS : TOUT A CHANGÉ, MAIS RIEN N'A CHANGÉ !

Les mêmes causes produisant les mêmes effets, seule la notion du temps diffère. Elle constitue désormais un facteur accélérateur et discriminant.

Ce quart de siècle, soumis à des variations économiques considérables (de fortes croissances autant que de crises) a donné lieu à de profonds changements qui ont amené les dirigeants finance-gestion à s'adapter, à élargir leurs champs de compétences et leurs domaines d'intervention. Ils ont progressivement pris part à l'accompagnement des unités opérationnelles, s'inscrivant ainsi, en tant qu'acteurs, dans la stratégie de l'entreprise.

Le milieu des années 1980 et le début des années 1990 ont été marqués par une rupture technologique qui a révolutionné, entre autres, les métiers du chiffre : l'avènement de la micro-informatique a permis aux utilisateurs de disposer d'outils en les rendant dans un premier temps plus autonomes, mais également plus vulnérables en termes de sécurité, de communication, d'interconnexion et donc d'accès à l'information.

Nous vivons actuellement dans un monde totalement interconnecté dans lequel la notion du temps s'efface progressivement. Certains *trading* s'exécutent désormais à haute fréquence, présentant sûrement des avantages, mais avec quel niveau de risques associés ? Cette évolution a donné une autre dimension à l'information et au temps.

Le directeur financier, homme de chiffres, est progressivement devenu un homme d'informations. Nous verrons par la suite que la technologie a contribué à ce nouveau statut dans un environnement où le périmètre des missions devient mondial.

Un environnement économique qui devient mondial

Les années 1990 se caractérisent par des événements majeurs. Au-delà de l'effondrement du bloc soviétique, l'ouverture au commerce international et aux investissements étrangers de la République populaire de Chine est à l'origine du bouleversement des grands équilibres mondiaux qui ont entraîné ce qui, à l'époque, s'appelait globalisation et qui, aujourd'hui, se nomme mondialisation.

Ce nouvel environnement a conduit les entreprises et leurs responsables à raisonner autrement et sur une tout autre échelle.

Le dirigeant finance-gestion a naturellement pris part à cette évolution. Il doit désormais intégrer une multitude de sources de production, mais aussi d'achats, de lieux de transformation, de transports, et en relation avec les directeurs des ressources humaines, une multitude de réglementations touchant les ressources humaines. Le directeur financier doit organiser son activité en « central » ou de façon décentralisée en appui fonctionnel des entités opérationnelles. Il met alors en œuvre un dispositif de contrôle au sens anglo-saxon, c'est-à-dire un appui autour de toutes les fonctions support qui concernent son domaine, celui du chiffre. Il doit, pour être exhaustif dans son analyse, obtenir de la valeur ajoutée et de l'expertise auprès de conseils qui maîtrisent parfaitement les enjeux locaux : le directeur financier est devenu dans ce contexte un chef d'orchestre, même s'il continue à jouer d'un instrument dont il aura peut-être, par la force des choses, laissé la partition à un nouveau soliste.

Le directeur financier joue progressivement un rôle plus global, mais doit rester vigilant pour conserver la maîtrise d'une information enrichie devenue plus complexe, qui, de plus, est issue de multiples référentiels nécessaires pour répondre aux différents consommateurs des chiffres : *reporting* interne, *reporting* externe légal, fiscal, social...

Cet élargissement se vit également sur le plan de la production des informations chiffrées puisque, au-delà des *reporting*, le jeu de comptes et les états financiers deviennent consolidés.

Le directeur financier doit organiser un environnement de travail commun à l'ensemble des entités du groupe : référentiel commun, règles de traitement homogènes et compréhensibles par tous avec en filigrane la gestion des GAAP entre les règles groupe et celles utilisées pour les besoins locaux.

Il doit également intégrer une nouvelle dimension dans son analyse des flux économiques : la fiscalité dans un environnement de transactions multi-pays, marquée par un maquis de textes dont il convient de tirer profit en y associant toute l'expertise nécessaire.

Le développement de réglementation comptable

Le plan comptable général (PCG 1982) ne sera revu qu'en 1999 pour permettre l'émergence d'une nouvelle dimension de la comptabilité de gestion, la comptabilité analytique, propre à chaque entreprise ne faisant plus partie de PCG 1999. Un peu plus tard, en 1985, la loi instaurera l'obligation d'établir et de publier des comptes consolidés.

Dix ans après est fondée l'Autorité des normes comptables (ANC) – nouvel organisme de normalisation comptable créé par l'ordonnance n° 2009-79 du 22 janvier 2009.

Cette époque marque le début d'une période d'évolutions réglementaires significatives tant sur le fond que sur la forme.

Parmi celles-ci, nous retiendrons l'élargissement de la réglementation sur le plan international. Ainsi, en 2002, le conseil et le Parlement européens ont adopté le règlement IAS 2005 qui donnera naissance aux normes internationales IFRS (*International Financial Reporting Standards*). Celles-ci se sont substituées, pour les groupes établissant leurs comptes sur ce référentiel, à la réglementation française dans l'établissement des comptes consolidés.

Pour les dirigeants finance-gestion concernés, ce changement de référentiel est certainement l'évolution la plus significative qui a provoqué, et suscite encore, de nombreux débats posant la question de leur utilité compte tenu de concepts parfois contre-intuitifs et de l'absence d'adhésion des pays censés les adopter (au premier desquels les États-Unis qui repoussent leur adoption d'année en année). Ce référentiel avait notamment pour objectif de présenter des jeux de comptes établis sur un référentiel commun afin d'assurer leur comparabilité quel que soit le pays de l'émetteur et de favoriser ainsi les échanges économiques et financiers à partir d'une meilleure compréhension des acteurs au travers de leur situation financière.

Ce référentiel de normes devait donner une nouvelle dimension aux comptes, notamment en y intégrant les informations issues des *reporting* internes. Après avoir été abandonnée en France en 1999 (voir *supra*), la gestion réapparaît dans le dispositif de normalisation.

Une complexité majeure a ainsi émergé pour le directeur financier qui doit, tout en respectant la réglementation, tenir compte de l'importance des informations à communiquer dans un monde concurrentiel où les don-

nées économiques et financières, en tant qu'actifs de l'entreprise, sont à apprécier face aux enjeux de l'information qui peut revêtir une tout autre dimension dans un cadre plus large d'intelligence économique.

Vital pour l'entreprise, ce sujet devient majeur pour le directeur financier en tant que garant de la production, mais aussi de la gestion de l'information. Celui-ci, producteur de données chiffrées, en devient l'un des principaux gestionnaires au sein de l'entreprise. Si on devait choisir une seule évolution de la fonction finance-gestion depuis vingt-cinq ans, celle-ci serait en tête.

En 2002, la loi Sarbanes-Oxley Act, votée aux États-Unis, marquera une nouvelle étape dans la réglementation comptable des sociétés cotées. Inutile de s'entendre sur l'origine de cette loi qui répond aux scandales financiers tels que ceux d'Enron (pertes sur des spéculations sur le marché de l'électricité *via* des sociétés déconsolidées qui avaient été comptablement présentées en bénéfiques !) ou de Worldcom (plus de 10 milliards de dollars de revenus fictifs comptabilisés en 2001 et 2002). Ces deux dossiers ont entraîné dans leur chute celle du cabinet d'audit mondial Arthur Andersen, pourtant une des références de firme d'audit avant cette déconfiture, même si quelques affaires plus modestes avaient été révélées au cours des années 1990. Un des *Big Eight*, firmes d'audit internationales qui existaient en 1997, disparaît à cette occasion. Elles ne sont plus aujourd'hui que quatre, les *Big Four* : Deloitte, Ernst & Young, KMPG et PWC.

Désormais, le directeur financier américain certifie personnellement – au côté de son président – les comptes, et un dispositif élargi de contrôle interne est mis en place.

En 2001, en France, la loi relative aux nouvelles régulations économiques (NRE), mais surtout la loi de sécurité financière LSF en 2003, renforcera, dans les sociétés faisant appel public à l'épargne, la gouvernance. L'actionnaire minoritaire est-il pour autant plus protégé ?

Dans le cadre de l'ouvrage *Améliorer la performance de votre entreprise : 70 recommandations concrètes*, un groupe d'experts sous la coordination de Philippe Audouin, membre du directoire d'Eurazeo et vice-président de la DFCG, a rappelé que le directeur financier « est l'interlocuteur historique privilégié des comités des comptes, et il est également le chef d'orchestre des processus de traduction des données opérationnelles en information comptable et financière ». Il ajoute que « les membres d'un comité d'audit

attendent du directeur financier qu'il les aide à comprendre d'un point de vue global comment fonctionne la mécanique d'ensemble d'élaboration des données comptables et financières ».

Les membres d'un comité d'audit attendent du directeur financier qu'il identifie au plus tôt l'ensemble des risques devant se traduire dans les comptes, c'est-à-dire qu'il leur évite les mauvaises surprises.

Nous retrouvons ce qui a été évoqué ci-dessus sur la dimension essentielle de bon père de famille que doit revêtir un dirigeant finance-gestion.

En complément de ce référentiel comptable, se développe un ensemble de techniques de gestion qui permettent aux entreprises de formaliser leurs prévisions (budget) et la répartition de l'ensemble des ressources de l'entreprise pour la détermination de résultats analytiques.

Ainsi, les méthodes de suivi des coûts, méthodes ABC (*Activity Based Costing*), ABM (*Activity Based Management*), les plus connues et la méthode ABB (*Activity Based Budgeting*) apparaissent vers la fin des années 1980. Elles permettent d'associer le calcul des coûts affectés à l'analyse des processus et à leur performance. Le dirigeant finance-gestion étend ainsi son périmètre à l'analyse des activités de l'entreprise et peut donc élargir son champ d'action et de responsabilité au côté des opérationnels. Il sort de son champ de production d'information pour participer par l'étude des processus à l'amélioration de la performance.

Robert Kaplan et David Norton, quant à eux, proposent une « gouvernance des organisations » avec la méthode du *Balanced Scorecard* articulée autour de quatre axes : finance, client, processus internes et ressources.

Les approches sont constantes : allouer les ressources au plus près des cycles de l'entreprise (produit, client, fournisseurs, collaborateurs) en élargissant le périmètre des analyses à des données non strictement comptables : le système de gestion gère non plus des achats, des coûts ou des ventes, mais des informations directement issues des chaînes de production, des directions des ventes, du marketing, etc.

La gestion est ainsi partagée par les gestionnaires, les opérationnels et les relations humaines, donnant plus de place à la coopération dans les entreprises, les uns ayant réciproquement besoin des autres.

Par la suite, le périmètre va s'étoffer avec le suivi d'autres indicateurs notamment en termes de gestion de trésorerie, de besoin en fonds de roulement avec une attention particulière donnée à la relation client.

En termes de prospectives, les travaux menés dans les années 1990 sur la comptabilité intégrée qui propose d'associer les flux de gestion et les flux de trésorerie dans un schéma unique n'ont pas eu le retentissement souhaité notamment pour les entreprises de petite ou de moyenne taille pour lesquelles bien souvent les difficultés viennent de l'absence d'une gestion pertinente des flux de trésorerie et de leur anticipation.

Pendant cette période, l'émergence de nouveaux concepts de gestion de l'information va donner au dirigeant finance-gestion les moyens nécessaires à la mise en œuvre de ces nouvelles techniques. Les tableaux de bord et reporting deviennent la première mission des fonctions finance-gestion. Il faut produire des chiffres pour tous les interlocuteurs de l'entreprise internes et externes. L'information chiffrée issue des flux économiques (transactions) devient au cours de la période de plus en plus décisionnelle, lui donnant plus de pertinence pour le pilotage et la prise de décision. À l'exception de cette évolution, les concepts encore utilisés aujourd'hui n'ont guère évolué depuis cette époque. C'est sans aucun doute du côté des outils de gestion de l'information que ces vingt-cinq dernières années ont changé la vie des dirigeants finance-gestion.

« L'INNOVATION TECHNOLOGIQUE : SEUL VRAI PROGRÈS ? »

Durant la période qui nous concerne, le dirigeant financier a dû gérer deux dates essentielles sur le plan des systèmes d'information. Il y a eu d'une part l'an 2000 et son fameux *bug* qui ont suscité une certaine angoisse, mais ont ainsi permis la remise à plat d'applications qui pour certaines d'entre elles devenaient hors d'âge, et d'autre part l'euro qui a deux ans après nécessité une nouvelle implication pour adapter le système de gestion et le *reporting* à la conversion rendue obligatoire.

Plus fondamentalement, la fin des années 1980 marque un tournant dans le contenu du poste du dirigeant finance-gestion. Il va devoir gérer un environnement de gestion de l'information (informatique) en perpétuelle évolution que ce soit en termes de matériels (*hardware*) que de solutions applicatives (*software*).

De plus, la codification des informations pour les rendre informatisées a vu le jour pendant cette période. Les messages EDI (échange de données informatisé) font leur apparition et permettent d'automatiser le traitement des informations entre clients-fournisseurs et établissements bancaires (échanges Sepa). Il n'y a plus de flux physiques de pièces comptables, mais des informations qui s'échangent selon des formats standards.

Le déploiement d'application de gestion a permis de réduire le temps de production, les années 1990 ont été pour bon nombre de groupes celles du *fast close*. Ce gain issu de la technologie résulte tout autant de modifications de processus dans les arrêtés de comptes ou de situations que de comportements des fonctions comptables qui s'organisent en anticipant les travaux et en communiquant davantage avec l'ensemble des acteurs de l'entreprise, notamment à l'occasion de situation intérimaire ou de préclôture.

Pour s'adapter à cette évolution, le dirigeant finance-gestion a dû adopter une démarche managériale de changement.

Les systèmes de production d'information financière sont devenus progressivement des systèmes intégrés ERP (*Enterprise Resource Planning*) ou PGI (progiciels de gestion intégrés), qui assurent la gestion des principaux cycles de l'entreprise.

Le directeur financier devient chef d'orchestre pour assurer la coordination des différents modules finance et gestion en lien avec ses homologues de la production et des ressources humaines. Les outils mis à disposition permettent d'assurer *a minima* l'intégrité des données, une limitation, voire une absence de redondances de données et un accès facilité à ces dernières. Dans les années 2000, la *business intelligence* a complété le dispositif pour fournir aux lecteurs de chiffres des données de plus en plus pertinentes à forte valeur ajoutée en comparaison des données transactionnelles.

Les ERP-PGI ont ensuite été enrichis par des applications métiers (gestion du *cash*, des contrats, du *risk management*...) offrant ainsi à l'ensemble des métiers exercés en finance-gestion les moyens de gagner en productivité et de valoriser les collaborateurs par des métiers à plus forte valeur ajoutée. La technologie fait désormais partie de la vie du dirigeant finance-gestion tant sur le plan technique que sur celui des usages. Aujourd'hui, des ergonomes participent au développement des offres en intégrant des concepts d'IHM (interface homme-machine) censés apporter aux utilisateurs un plus grand confort d'utilisation et une meilleure productivité.

Au milieu des années 1980, Internet a fait son apparition, révolutionnant l'accès et la gestion de l'information et des flux gérés par l'entreprise. De nouveaux métiers sont apparus, de nouveaux risques également.

Le directeur financier a naturellement pris part à ces grandes mutations. Il est désormais interconnecté, dialogue de façon instantanée avec ses collaborateurs et ses partenaires répartis à travers le monde où seul le décalage horaire tient lieu d'arbitre dans les agendas. Il dispose d'informations en temps réel et peut ajouter à son dispositif informationnel des contenus externes à l'entreprise afin de se *benchmarker*. Le dirigeant finance-gestion enrichit son jugement non seulement en interne, mais également en comparaison avec l'externe. Il intègre aussi dans le développement de certaines activités, des analyses comportementales (analyse du comportement des clients vis-à-vis des encaissements, analyse de type *datamining* à partir de statistiques de ventes ou de relation client...).

Plus tard encore, après une décennie de multiples approches d'offre hébergée (offre ASP), le directeur financier « s'envole vers les nuages » : le *cloud computing* est une réalité et les applications informatiques sont hébergées.

Cette évolution technologique lui permet d'accéder à l'information sur n'importe quel support (PC, tablette, *smartphone*), de manière instantanée, partout, tout le temps *any time, any where*, ce qui devient à l'aube du XXI^e siècle *Atawad* : *any time, any where, any device*. Ce nouveau paradigme, essentiel à la course à la détention de l'information, alimente-t-il « l'emballage de la machine » tel qu'évoqué ci-devant ?

Aujourd'hui, à l'instar de ce qui existe pour les particuliers, la numérisation se généralise jusque dans les entreprises de plus petite taille pour notamment leur permettre d'émettre des documents numérisés à destination de professionnels ayant valeur probante (factures, par exemple) même si la réglementation, notamment fiscale, n'est pas encore allée au bout du processus.

Les données se télédeclarent, le dirigeant finance-gestion devient approbateur et/ou superviseur de flux informatiques. Il adhère à un portail et peut devenir membre de communauté.

Les grands changements auxquels ont été confrontés les dirigeants finances-gestion sont, pour ma part, ces révolutions technologiques, les méthodes de gestion existantes n'ayant donné lieu qu'à leur exploitation au cours des vingt-cinq dernières années.

EN SYNTHÈSE, UN MÉTIER EN MUTATION PERMANENTE

Le directeur financier des années 1980 est à la tête de fonctions de production de comptes. Il encadre la gestion de trésorerie et le contrôle de gestion et organise la décentralisation des tâches au niveau des filiales dans le cadre d'un groupe.

Il anime également un système d'information financier intégrant de plus en plus les opérationnels qui s'approprient ainsi des tâches à caractère administratif (qui aujourd'hui n'a pas son *workflow* de validation de document ?) dans un environnement de plus en plus numérique (portail Web, *cloud computing*). Il est garant de l'homogénéité du référentiel commun à l'ensemble des fonctions finance décentralisées dans un environnement où le reporting est enrichi de données non financières.

Dans un nouveau contexte réglementaire, le directeur financier évalue les risques financiers, mais également opérationnels, il est devenu acteur du *risk management* et en assure sa prise en charge *via* les assureurs, ou en le conservant pour tout ou partie au sein de l'entreprise. Il partage ces risques avec les autres managers opérationnels. Ainsi, les risques sont appréhendés, évalués et reportés : on juge de leur pertinence. Le directeur financier assure un lien entre les opérationnels et la gouvernance de l'entreprise. Il participe ainsi au dispositif de contrôle interne.

Le dirigeant financier est parfois amené à assurer la communication financière en interne (partenaires sociaux, collaborateurs...) ou en externe (partenaires financiers, investisseurs...).

Enfin, du fait de ces nouvelles compétences acquises, il devient acteur de la transformation de l'entreprise, innove et organise les missions au sein de centres de services partagés privilégiant la production de valeur ajoutée par des professionnels de plus en plus expérimentés pour l'ensemble des entités du groupe. Il organise ses activités en interne ou en confiant à un tiers certaines fonctions dans le cadre de centres de services « *outsourcés* » à l'instar des applications informatiques portées dans le *cloud* (*software as a service*).

ET DEMAIN ?

Le dirigeant finance-gestion doit devenir aussi l'homme de la satisfaction : satisfaction des actionnaires, des clients, des ressources humaines et des partenaires de l'entreprise.

C'est un communicant doté d'une pédagogie lui permettant de diffuser au sein de l'entreprise la culture finance-gestion auprès des opérationnels pour que les risques entrepreneuriaux, indispensables au développement de l'entreprise, soient pris en toute connaissance de cause.

Il gère en permanence trois dimensions de temps : le passé en tant que garant de l'exactitude du patrimoine et de la situation financière de l'entreprise, le présent en tant que manager gestionnaire prompt à réagir au plus vite dans un monde en perpétuelle évolution et le futur où la projection est essentielle pour assurer, dans des conditions optimales, la pérennité de l'entreprise.

Enfin, sur le plan des valeurs indispensables à l'exercice de son métier, l'éthique doit faire partie de son ADN. C'est dans cet esprit que la DFCG, qui adhère à la charte de déontologie des dirigeants salariés, va plus loin et suggère que le directeur financier puisse « bénéficier d'une clause de conscience lui permettant de refuser, sans qu'il en soit pénalisé, certaines pratiques qui pourraient nuire à sa réputation ou qui ne seraient pas en conformité avec la déontologie financière ».

Ces valeurs doivent être au service d'une profession en constante évolution, mais toujours au service d'un développement maîtrisé de l'entreprise, gage d'un développement durable.

Postface

Une crise peut en cacher une autre : celle de l'Europe !

HENRI MALOSSE

Tout le monde semble avoir oublié comment la crise de 2008 est arrivée !

Le mécanisme apparaît pourtant relativement simple aujourd'hui.

Dans les pays développés, surtout aux États-Unis, mais aussi en Europe, l'informatisation a dopé la productivité et la croissance et, malgré cela, on a assisté à une stagnation des salaires. Les profits des entreprises multinationales ont énormément progressé, surtout celles qui investissaient dans des pays à faible niveau de salaire.

Pour continuer à entretenir artificiellement la consommation et la croissance malgré la faiblesse de la demande et les salaires bas, on a assisté aux États-Unis à un développement extraordinaire du crédit à la consommation, sans lien avec la capacité réelle des ménages. Une majorité d'États a également emprunté le chemin de l'endettement massif avec l'exemple flagrant de l'État grec, consacrant plus de 20 % de la dépense publique à la défense, et empruntant à cet effet aux banques françaises, allemandes et britanniques pour acheter des équipements, avions, tanks provenant de ces mêmes pays !

Dans le même temps, se sont produites la dérégulation des services bancaires, l'apparition de produits financiers complexes et la montée en puissance, comme jamais précédemment, de la spéculation favorisée par les systèmes informatiques toujours plus performants.

Ainsi, d'abord aux États-Unis, la dette privée est devenue insoutenable et la crise des *subprimes* a surpris tout le monde, sauf les économistes et analystes responsables qui criaient au loup dans l'indifférence générale !

L'affaire de Lehman Brothers n'a en fait servi de leçon à personne ! Le *money market* ne fonctionnait plus. Les grandes banques mondiales menaçaient toutes de faire faillite en quelques jours.

Les banques centrales et les gouvernements ont injecté des trilliards en attendant que le système se stabilise, mais sans traiter réellement le problème de fond, c'est-à-dire la dérive du système capitaliste traditionnel complètement asphyxié par les marchés financiers.

LA CRISE EN EUROPE

En renflouant les banques, une petite partie du poids de la dette privée est donc transférée au secteur public. Les pays les plus fragiles – pour d'autres raisons analysées plus bas – ont été les premières victimes – Islande, Grèce, Portugal. Dans les pays de la zone euro, l'absence de politique commune et le manque de solidarité n'ont fait qu'aggraver le mal et surtout ont empêché d'appliquer les véritables remèdes.

La spéculation, par le jeu des *credit default swaps* (assurance contre un défaut, même si on n'est pas concerné par le défaut) qu'on n'a toujours pas interdit depuis des années, vient accélérer le processus.

En 2012, on se rend compte que l'injection massive de liquidité n'a pas sauvé les banques. Elles sont toujours insolvables ; on les renfloue en Espagne, après le sommet européen de fin juin ! On lance l'idée d'une union bancaire, mais toujours aucune solution de fond durable n'est proposée ! Par exemple, une fois le principe de l'union bancaire adoptée, le président du Conseil, Herman van Rompuy, explique que rien ne sera imposé, que tout ira par consensus, etc. Quand on connaît les positions divergentes entre la France, l'Allemagne d'un côté et d'autres qui refusent le contrôle européen des marchés financiers, comme le Royaume-Uni, ou refusent toute taxation des transactions financières comme Malte, ou veulent préserver leurs avantages de paradis fiscal comme le Luxembourg, l'affichage du principe de l'unanimité sonne le glas de l'Union bancaire et les marchés ne s'y tromperont pas longtemps !

Dans le même temps, sans aucune logique autre que l'idéologie du libre-échange, les échanges internationaux deviennent de plus en plus déséquilibrés entre les gagnants et les perdants de la mondialisation, ce qui perturbe

encore plus les marchés, créant de véritables « appels et trous d'air » de masses monétaires et financières.

L'Allemagne, après une cure d'austérité sans précédent mise en place par le chancelier social-démocrate Schröder avec le plan Hartz IV, réussit à redresser (mais pour combien de temps ?) la balance commerciale de son pays en exerçant une pression très forte sur les salaires (développement du travail à temps partiel, petits boulots, coupes réglées dans les dépenses sociales, hausse de la TVA), et compense la baisse de la consommation qui s'ensuit par un boom des exportations facilement compréhensible !

D'abord, ce boom est le résultat des coopérations industrielles de sous-traitance avec l'est de l'Europe intégré dans l'Union européenne à marche forcée par l'Allemagne, d'un autre côté par le fait que l'Allemagne, après sa cure d'austérité, inonde le marché européen de produits à prix attractifs, mais aussi avec la réputation de qualité ! L'Allemagne également – imprudemment sans doute – équipe à grands coups de crédits – la signature allemande leur permet d'obtenir de l'argent facile – les pays émergents en machines, notamment la Chine !

Les entreprises allemandes ont réussi ainsi à accroître considérablement leurs taux de marges bruts jusque 40 %, mais on note depuis peu un réel effritement, tout simplement parce que l'effort sur les salaires a ses limites en période électorale, qu'il y a un rattrapage du coût du travail en Europe de l'Est, que les pays émergents maintenant super équipés achètent moins de machines qu'auparavant et commencent aussi à en produire ! Et, surtout, la crise en Europe vide les carnets de commandes !

On voit que ce modèle n'est ni soutenable à long terme ni reproductible (car si tous les pays européens reproduisaient le modèle allemand, où iraient-ils vendre leurs produits ?).

LA DÉCENNIE PERDUE DE L'EUROPE

Face à cette situation, les institutions européennes se sont montrées particulièrement peu efficaces ni imaginatives depuis l'année 2000 dans ce que j'appellerai la décennie perdue !

Revenons de nouveau en arrière.

Après la grande crise pétrolière de 1979 et le chaos provoqué en Europe par l'attitude du Royaume-Uni, l'Europe retrouve le chemin de l'intégration et de la prospérité grâce au projet de Marché unique européen. À l'instigation des entrepreneurs européens, la plupart des obstacles à la circulation des marchandises sont levés au sein du Marché unique européen et une vraie relance européenne s'ensuit. Comme un bonheur ne vient jamais seul, la chute du rideau de fer crée une situation inédite avec la réunification allemande et l'ouverture de marchés à très fort potentiel de croissance à l'Est. Rien ne semble plus devoir arrêter la marche de l'Europe vers l'intégration et vers la prospérité ! D'autant que l'Allemagne et la France décident de franchir le pas vers une monnaie unique, censée accélérer l'intégration économique et politique du continent !

On voit qu'on en est bien loin aujourd'hui... Les années 2000 seront en effet celles des occasions perdues. L'élargissement, d'abord, aux anciens pays du bloc de l'Est ne donne pas lieu à une explication fondamentale des leaders européens auprès des peuples de l'Ouest (ce que fera à juste titre le chancelier Helmut Kohl qui, lui, réussit à convaincre ses concitoyens du devoir historique de réunification, quoi qu'il en coûte !). Il ne donne pas lieu non plus à une véritable relance économique alors que les besoins de consommation, de rénovation et de construction d'infrastructures sont énormes (ce que l'Allemagne fait avec l'ex-RDA !). La Commission applique d'une manière obstinée ses fonds structurels, des procédures lourdes, incroyablement longues, bureaucratiques, absolument pas adaptées à la nouvelle situation créée par la chute du rideau de fer.

Surtout, à l'instigation d'un trio libéral (le Britannique Blair, l'Espagnol Aznar et le Portugais Barroso), profitant de l'usure de Helmut Kohl et de Mitterrand, les deux dirigeants en fin de cycle, l'UE se dote de la stratégie la plus étonnante de son histoire : la stratégie de Lisbonne en mars 2000 !

La stratégie de Lisbonne tourne le dos à la méthode communautaire qui a fait le succès de quarante ans de construction européenne. Il n'est plus question de politiques communes et on imagine à la place une « méthode ouverte de coopération » qui n'est ni plus ni moins qu'une méthode intergouvernementale sans aucun mécanisme de mise en œuvre. Pour cacher ce qui est en fait un véritable recul et un retour à l'Europe du traité de Versailles, on invente le slogan de « faire d'ici 2010 de l'Union européenne, l'économie de la connaissance la plus compétitive du monde ».

Comme au bon vieux temps des plans de feu l'URSS, une année avant la fameuse année 2010, la Commission européenne a remplacé la stratégie de Lisbonne, sans jamais en faire un véritable bilan objectif, par une « stratégie 2020 » dont on peut craindre qu'elle ne connaisse le même sort !

De cette stratégie de Lisbonne, on retient surtout l'échec de la méthode de coopération ouverte qui n'amène aucune réalisation concrète autre que d'interminables conférences soporifiques où chaque administration nationale participe pour recueillir des lauriers.

Mais, aussi grave est l'erreur de diagnostic sur l'« économie de la connaissance la plus compétitive du monde ». En laissant croire que désormais, l'avenir de l'Europe serait dans les « technologies intelligentes » (quelles sont celles qui ne le sont pas ?), on a fait accélérer les délocalisations, la substitution d'une économie de production à une économie de services. La stratégie de Lisbonne, si elle n'a eu donc que peu d'effets positifs, a surtout eu des effets négatifs, notamment sur les pays les plus fragiles dans l'Europe du Sud qui, pris dans le mirage de l'économie de la connaissance, n'ont rien fait pour limiter la casse de leur secteur productif et des petites et moyennes entreprises. Les fonds européens, au lieu d'être investis dans le secteur de l'économie réelle, ont été engloutis – quand ce n'est pas dans la poche de politiciens malhonnêtes – dans des projets inutiles : aéroports gigantesques, autoroutes inutiles, cités scientifiques désertiques, salles de sport et de spectacle qui pèsent aujourd'hui sur les finances publiques !

Ainsi, sans autre politique industrielle que celle de la concurrence qui pendant cette période a surtout fait la chasse aux potentiels champions européens, le Marché unique a surtout bénéficié à nos concurrents. Si le projet Airbus était né pendant cette période, il aurait été sûrement freiné dans son élan par la Commission européenne au nom de la libre et saine concurrence, ce qui aurait fait les délices de Boeing qui peut toujours compter sur la bienveillance des autorités équivalentes aux États-Unis.

Parallèlement, le traité constitutionnel, mal vendu par les leaders nationaux et européens, s'est enlisé et a enlisé les perspectives d'intégration politique de l'Europe, car le traité de Lisbonne en a repris tous les inconvénients (complexité, opacité, création d'un poste de président sans pouvoirs), mais a fait disparaître la valeur symbolique d'une Constitution qui aurait pu parler au citoyen !

Dans le même temps, de plus en plus imprégnée d'idéologie, la Commission européenne s'est engagées dans une marche forcée vers le libre-échange (OMC, accords de libre-échange bilatéraux) sans réellement consulter les acteurs économiques européens, notamment les PME, et sans souci réel de réciprocité...

Et voilà où nous en sommes aujourd'hui !

Remettre l'Europe sur le droit chemin !

Voilà pourquoi il est fondamental de remettre l'Europe dans le droit chemin et ce sont les acteurs économiques, en premier lieu les entrepreneurs, qui doivent s'atteler à ce chantier !

L'avenir de l'Europe passe par six priorités qui pourraient faire oublier la décennie perdue de l'Europe :

- ▶ Revenir à la méthode communautaire, c'est-à-dire l'expression de l'intérêt général de l'Europe. Aiguillonnée par le pôle citoyen des institutions, un Parlement européen plus déterminé et des comités consultatifs (Comité économique et social européen, Comité des régions) qui enfin parleraient « vrai » et joueraient le rôle de gardiens intransigeants des intérêts qu'ils représentent, la Commission européenne pourrait retrouver son rôle original et prendre le *leadership* du redressement.
- ▶ Définir un agenda européen de réappropriation du marché européen par les entreprises européennes : stratégies sectorielles communes dans tous les secteurs d'activité, y compris traditionnels comme le textile-habillement, équipements industriels, automobiles, décloisonnement des supports à l'innovation, *clusters* de taille européenne, politique commerciale au service des intérêts de l'économie européenne...
- ▶ Promouvoir une finance moins complexe, non spéculative et qui soutient l'économie réelle au lieu d'agir uniquement pour elle-même, afin d'investir dans le long terme, dans les projets structurants et les petites et moyennes entreprises qui constituent le vrai tissu économique de l'Europe.
- ▶ Rebâtir des politiques réellement communes (recherche et développement, défense, espace, énergie, politique étrangère...) permettant d'ailleurs, grâce aux économies d'échelle, d'alléger d'autant le fardeau des dépenses publiques nationales !

- ▶ Faire un pas vers l'Europe politique, en élisant par exemple la future Commission européenne parmi les élus du Parlement européen en 2014 ou, mieux, en élisant directement un président pour l'Europe (qui serait logiquement celui de la Commission).
- ▶ Se préoccuper enfin de développer une identité européenne auprès des acteurs, entreprises et citoyens européens, avec par exemple l'accroissement des programmes d'échange et de mobilité, notamment pour les jeunes, des dispositions simples afin que chacun se sente chez soi en Europe (par exemple : tarif de communication unique dans l'Union européenne), faire adopter enfin le statut européen de la petite entreprise, une fiscalité transfrontalière unique et quelques projets mobilisateurs, comme la conquête de l'espace ou la voiture du futur.

Je n'ai volontairement pas développé les questions de gouvernance économique de la zone euro, car tout le monde sait ce qu'il faudrait raisonnablement faire (transférer la souveraineté budgétaire et fiscale au niveau européen), mais la majorité des États de la zone euro hésitent encore aujourd'hui à franchir le pas. Et cela ne sera pas possible sans une véritable démocratisation des institutions européennes.

RÉFÉRENCES

La martingalisation des marchés financiers

CHRISTIAN WALTER

- Le Courtois O. et Walter C., *Risques financiers extrêmes et allocation d'actifs*, Economica, 2012.
- Walter C., « Les Martingales sur les marchés financiers. Une convention stochastique ? » *Revue de synthèse*, 2006, n° 2, p. 379-391.
- Walter C. (dir.), *Nouvelles Normes financières. S'organiser face à la crise*, Springer, 2010.

25 ans de finance comportementale ou l'émergence d'un nouveau paradigme

MICKAËL MANGOT

- Baker M. et Wurgler J., « The equity share in new issues and aggregate stock returns », *Journal of Finance*, 55, 2219-2257, 2000.
- , (2000, 2002, 2004), Dichev (2007).
- Baker M. et Wurgler J., « A catering theory of dividends », *Harvard University Working Paper*, 2002.
- Beshears *et al.* (2009).
- Cutler D., Poterba J. et Summers L., « Speculative Dynamics », *Review of Economic Studies*, 58 (3), 1991.
- De Bondt W. et Thaler R., « Does the Stock Market Overreact? » *Journal of Finance*, 40 (3), 1985.
- Dichev et Janes (2003).
- Dichev I., « What are stock investors' actual historical returns? Evidence from Dollar-Weighted Returns », *American Economic Review*, 97, 2007.
- Dichev I. et Janes T., « Lunar cycle effects in stock returns », *Journal of Private Equity*, 6(4), 8-29, 2003.

- Froot K. et Dabora E., « How are stock prices affected by the location of trade? » *Journal of Financial Economics*, 53 (2), 189-216, 1999.
- Guiso L., Sapienza P. et Zingales P., « Does culture affect economic outcomes? » *Journal of Economic Perspectives*, 20 (2), 2006.
- Hirshleifer D. et Shumway T., « Good day sunshine : stock returns and the weather », *Journal of Finance*, 58(3), 1009-1033, 2003.
- Hofstede G. (2001), « *Culture's Consequences : Comparing Values, Behaviors, Institutions and Organizations across Nations* ».
- Jegadeesh N. et Titman S., « Returns to buying winners and selling losers : implications for stock market efficiency », *Journal of Finance*, 48 (1), 65-91, 1993.
- Kim C.W. et Park J., « Holiday effects and stock returns : further evidence », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29(1), 145-157, 1994.
- Larrick R.P., « Debiasing » in D.J. Koehler et N. Harve, « Blackwell handbook of judgment and decision making », 2004.
- Madrian B. et Shea D., « The power of suggestion : inertia in 401(k) participation and savings behaviour », *Quarterly Journal of Economics*, 116(4), 1149-1188, 2001.
- Malmendier U. et Tate G., « *CEO overconfidence* and corporate investment », *Journal of Finance*, 60, 2261-2700, 2005.
- « Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction », *Journal of Financial Economics*, 137, 2008.
- Mehra R. et Prescott E., « The equity premium : a puzzle », *Journal of Monetary Economics*, 15, 145-161, 1985.
- Rouwenhorst K.G., « International momentum strategies », *Journal of Finance* (53), 267-284, 1998.
- Rouwenhorst K.G., « Local return factors and turnover in emerging stock markets », *Journal of Finance*, 54 (4), 1439-1464, 1999.
- Saunders E., « Stock prices and Wall Street weather », *American Economic Review*, 83, 1337-1345, 1993.
- Shiller R.J., « Do stock market prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends? » *American Economic Review*, 71, 421-436, 1981.
- « Market Volatility », MIT Press, 1993.
- Thaler R. H. et Benartzi S., « Save more tomorrow : using behavioral economics to increase employee saving », *Journal of Political Economy*, 112(1), 164-187, 2004.

L'hypercrise, une interprétation psychanalytique

VIVIEN LÉVY-GARBOUA ET GÉRARD MAAREK

- Arrow A., « Le Rôle des valeurs boursières pour la répartition la meilleure des risques », *Cahiers du séminaire d'économétrie*, CNRS, Paris, vol. 11, 1953.
- Debreu G., « Theory of value, an axiomatic analysis of economic equilibrium », Yale University Press, 1959.
- de Bromhead A., Eichengreen B., H O'Rourke K., « Right-wing political extremism in the great depression », 27 février 2012, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7660>.
- Eichengreen B. et H O'Rourke K. poursuivent une comparaison intéressante entre les deux crises sur le site du CEPR (*Center for Economic Policy Research*). Voir en particulier : « A tale of two depressions redux », 6 mars 2012, (<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7696>).
- Fukuyama A., *La Fin de l'histoire et le dernier homme*, Champs Flammarion, Paris 1993.
- Gombaud J.-L. , *Le Retour de la très grande dépression*, Paris, Economica, 1997.
- Kindleberger C., *Manias, panics, and crashes, A History of financial crises*, New York, Basic Books, 1978.
- Lévy-Garboua V. et Maarek G., *Macropsychanalyse, l'économie de l'inconscient*, PUF, 2007. (chap. 7).
- *La Dette, le boom, la crise*, Atlas-Economica, 1986.
- Orléan A. : *Le Pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob, 1999.
- Polanyi K., *La Grande Transformation, aux origines politiques et économiques de notre temps*, Paris, Gallimard, (1944) 1983.
- Samuelson P., « Interaction between the multiplier analysis and the principle of acceleration », *Review of Economics and Statistics*, vol. 21, n° 2, p. 75-78.

Nouveaux défis pour les *managers* des salles de marchés

BÉATRICE GUYNAMANT ET FRANK BOURNOIS

- Ericsson K., Prietula M. et Cokely E., « The making of an expert », *Harvard Business Review*, juillet-août 2007.
- Malone T., Laubacher R. et Johns T., « The age of hyperspecialization », *Harvard Business Review*, juillet-août 2011.
- Racioppo V., « Building experts », *Chief Learning Officer*, août 2010.

Finance et ressources humaines : une interrelation durable

ALICE LE FLANCHEC

- Albert E., Bournois F., Duval-Hamel J., Rojot J., Rousillon S., Sainsaulieu R., *Pourquoi j'irais travailler ?*, Éditions Eyrolles, 2006.
- Ambler T. et Barrow S., « The employer brand ». *The Journal of Brand Management*, vol. 4, p. 185-206, 1996.
- Baruel Bencherqui D., Le Flanchec A., Mullenbach Servayre A., « La GPEC et son effet sur l'employabilité des salariés », *Revue Management et Avenir*, n° 48, 2011.
- Baruel Bencherqui D., Kefi K., Le Flanchec A., Mullenbach Servayre A., « Comment agir sur l'intention de développer l'employabilité des salariés », *Congrès des IAE*, Poitiers, 13-14 juin 2012.
- Bournois F., Point S., Rojot J., Scaringella J.-L., *RH les meilleures pratiques Cac 40/SBF 120*, Eyrolles, Les Éditions d'organisation, 2007.
- Campoy E., Neveu V., « La confiance organisationnelle ou la confiance du salarié dans la relation d'emploi » in *La Confiance en gestion : un regard pluridisciplinaire* (coord. Gratacap A., Le Flanchec A.), Éditions De Boeck, 2011.
- Chappert F. et Martinet N., *Gestion prévisionnelle des emplois et des compétences : que nous disent les accords signés ?* Anact, novembre 2008.
- Charbonnier-Voirin A., Vignolles A., *Proposition d'un modèle intégrateur de la marque employeur*, Congrès AGRH, Marrakech 2011.
- Dubar C. *La Crise des identités : l'interprétation d'une mutation*, Éditions PUF, Paris, 2007.

- Pluchart J.-J., « Logique de confiance et logique de crise » in *La confiance en gestion : un regard pluridisciplinaire* (coord. Gratacap A., Le Flanchec A.), Éditions De Boeck, 2011.
- Schein E. H., *Organizational Culture and Leadership*, Jossey-Bas, 1985.
- Ulrich D., *Human Resource Champions*, Harvard Business School Press, 1997.

De la confiance à la défiance dans la chaîne financière

JEAN-JACQUES PLUCHART

- Bidault F., Jarillo J.-C., *La Confiance dans les transactions économiques*, Eska (essais), p. 109-121, (1995).
- Dipiazza S., Eccles R., *Building Public Trust*, John Wiley and Sons, 2002.
- Fukuyama F., *Trust : the social virtues and the creation of prosperity*, Free Press, 1994.
- Fukuyama F., Colby S., « Les Économistes et le naufrage de la finance », *Commentaire*, p. 5-10, 2010.
- Giddens A., *The Constitution of Society*, Cambridge, Polity Press, 1984.
- Moorman C., Zaltman G., « The dynamics of trust within and between organizations », *Journal of Marketing research*, 29, 1992, p. 314-318.
- Putnam R., « Bowling alone : America's declining social capital », *Journal of Democracy*, 6, 1, p. 65-78, 1986.
- Rojot J., *Théorie des organisations*, Eska, 2^e éd., p. 411-418, 2005.
- Sako M., « The role of trust in japanese buyer-supplier relationships », *Recherche Economique*, vol. XLV, n° 2-3, p. 375-399, 1991.
- Shapiro S.P., « The social control of impersonal trust », *American Journal of Sociology*, 93, 3, p. 623-678, 1987.

Rééquilibrage des flux d'épargne mondiaux et stabilité financière

DENISE FLOUZAT

- Acharya V. (2001), « A theory of systemic risk and design of prudential bank regulation », *Mimeo*, London Business School.
- Banque des règlements internationaux, « Politique macro-prudentielle et procyclicité », *80^e Rapport annuel*, 2010.

- Bernanke B., « Les Flux internationaux de capitaux et le repli vers les actifs sûrs aux États-Unis 2003-2007 », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, février 2011.
- Borio C., « L'approche macroprudentielle appliquée à la régulation et à la surveillance financières », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, septembre 2009.
- Cartapanis A., « La crise financière et les politiques macroprudentielles : inflexion réglementaire ou nouveau paradigme ? » *Revue économique*, vol. 62, n° 3, mai 2011.
- Flouzat D., « Le nouvel âge des banques centrales ? » *L'Année des professions financière 2011*, Centre des professions financières ; « Les Banques centrales jouent-elles un nouveau rôle ? » *Sociétal* n° 76.
- FMI, *Rapport sur la stabilité financière*, chap. 3, septembre 2011.
- Galati Gabriele, Moessler Richhild, « Macroprudential policy – a literature review », *BIS Working Papers*, n° 337, février 2011.
- Trichet J.-C., « Les Défis intellectuels qui se posent à l'analyse de la stabilité financière à l'ère de la surveillance macroprudentielle », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, février 2011.

Barack Obama et la réforme de Wall Street : la loi Dodd-Frank a-t-elle remis la finance sous contrôle ?

JACQUES MISTRAL

Pour en savoir plus sur la loi Dodd-Frank

- Une présentation synthétique des principaux chantiers : http://www.pwc.com/en_US/us/financial-services/regulatory-services/publications/assets/closer-look-dodd-frank-year-two.pdf
- Un bilan économique de la loi : http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000262857.PDF
- Témoignages au Congrès : La réglementation va-t-elle affaiblir l'industrie financière ? <http://www.financialservices.house.gov/Uploaded-Files/112-39.pdf>
- La réaction républicaine : <http://www.economiccrisis.us/2010/04/crisis-ideology-administrations-financial-reform-legislation/>

- Les républicains coupent les ressources : <http://www.complinet.com/dodd-frank/news/analysis/article/republicans-may-starve-us-financial-reform-of-cash.html>
- Comparaison de dispositions américaine et européenne : <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2011/1024/ifdp1024.pdf>
- Un bilan vu d'Europe : http://europeansforfinancialreform.org/en/system/files/1001_FEPS_Pagliari_USfinanceReforming_the_US_financial_architecture.pdf

Autres références

- Caballero R., Fahri E. and Hammour M., « Speculative Growth, Hints from the U.S. Economy », *American Economic Review*, sept. 2006.
- « How JP Morgan shock hit war on Volcker », *Financial Times*, 12 mai 2012.
- Jeffers E. et Mistral J. (eds), « La nouvelle finance américaine », *Revue d'économie financière*, 105, printemps 2012.
- Mistral J., « Gulliver empêtre ou l'Amérique de Barack Obama », *Le Cercle des économistes : qui capture l'État ?* PUF 2012.
- Reinhardt C. and Rogoff K., *This Time is Different*, Princeton University Press, 2010.
- Scheiber N., *The Escape Artists*, Simon and Schuster, 2012.
- Suskind R., *Confidence Men*, Harper, 2011.

La finance sous influence

CLAUDE REVEL

- Abelhauser A., Gori R., Sauret M.-J., *La Folie Évaluation – Les Nouvelles Fabriques de la servitude*, Éditions Mille et Une Nuits, octobre 2011.
- Revel C., *La France : un pays sous influences ?* Vuibert, mai 2012.
- *La Caste*, traduit de l'anglais *Superclass : The Global Power Elite and the World They Are Making*, Robert Laffont, 2009.

Monnaie, à la recherche du temps perdu...

HUBERT RODARIE

- Rodarie H., *Dettes et monnaies de singe*, Éd. Salvator, p. 118.
- Sapir J., *Les Trous noirs de la science économique*.

Crise et régulation financière

CHARLES NAHUM

- Norme IAS 39 : *Instruments financiers : comptabilisation et évaluation*. Adoptée par le règlement CE n° 1864/2005 du 15 novembre 2005.

L'évolution de la Banque centrale européenne

PHILIPPE MARINI

- Buiter W., Rahbari E., Michels J., Giani G., *The Debt of Nations*, Citigroup, 7 janvier 2011.
- McDermott J. in « Step inside the mind of Willem Buiter – but tread carefully », <http://ftalphaville.ft.com> (blog du *Financial Times*), 6 décembre 2011.
- *Financial Times*, 29 mai 2012.
- Gros D. et Mayer T., « What to do when the euro crisis reaches the core », *CEPS Commentary*, 18 août 2011.

D'où vient la préférence pour l'inflation des banques centrales ?

NICOLAS BOUZOU

- Barro Robert J. et David B. Gordon, « Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy », *Journal of Monetary Economics*, 1983.

La réforme du système bancaire : peut-on rêver ?

PASCAL SALIN

- Salin P., *La Vérité sur la monnaie*, Paris, Odile Jacob, 1990.
- *Revenir au capitalisme pour éviter les crises*, Paris, Odile Jacob, 2010.

Banques et classe politique française : le grand malentendu ?

JEAN-LOUIS CHAMBON

- *Revue d'économie financière* n° 104, « Les Relations finance et industrie – Capital humain et finance ». Baudouin Prot, « Le Secteur bancaire français, un levier de croissances et d'emplois ».

L'investissement durable

CAROLINE BERTIN DELACOUR

- Alessandri, Piergiorgio and Andrew G Haldane, *Banking on the State*, Bank of England, November 2009.
- Biais B., Rochet J.C. and Woolley P., *Rent Capture Through Financial Innovation*, site Internet Vox-EU, March 25, 2010.
- Bolton P., Samama F., *L-shares : Rewarding Long-term Investors*, août 2010.
- de La Martinière G., *Investissements et investisseurs de long terme*, Complément du rapport 2010 du Conseil d'analyse économique.
- Godechot O., *Working rich : Salaires, bonus et appropriation du profit dans l'industrie financière*, Paris, La Découverte, 2007.
- Goodhart C., *Investment Banking*, 31 octobre, 2011, site Internet Vox-EU.
- Independent Commission on Banking (*Rapport Vickers*), *Final Report, Recommendations*, September 2011, disponible sur Internet.
- JO 26 avril 2012.
- Meunier F., « Les hauts salaires dans la banque : talent ou collusion ? » *Revue française d'économie*, vol. 22, n° 1, p. 49-71, 2007.
- Meunier F., « Pourquoi de tels salaires dans la banque ? » in *Rapport moral sur l'argent dans le monde*, édité par Association d'économie financière, p. 155-170, 2010.
- Pastré O., « Les investisseurs de long terme : vieille histoire, nouveaux paradigmes », *Revue d'économie financière*, avril 2010.
- Philippon T., Ariell R., « Wages and Human Capital in the US Financial Industry : 1909-2006 », *NBER Working Paper*, n° 14644, janvier 2009.
- *Prequin Global Infrastructure Report*, 2012.
- Rey H., « Le fabuleux Lobbying de la finance américaine », *Les Échos*, 10 février 2010.

Sortir de la crise grâce aux financements alternatifs

PHILIPPE NASZÁLYI

- Aldenhoff R., *Schulze-Delitzsch*, Baden-Baden, 1984.
- D’Andria A., « Existe-t-il des alternatives aux banques capitalistes ? Un éclairage sur d’autres pratiques financières (re)créant du lien social », *La Revue des Sciences de gestion, direction et gestion*, n° 249-250, mai-août 2011, p. 53-56.
- Ansart S. et Monvoisin V., « L’Altération du métier de banquier » in Daniel Bachet et Philippe Naszályi, *L’Autre Finance*, Éditions du Croquant, 2011, p. 191-222.
- Bernanos G., *Journal de la guerre d’Espagne*, 27 novembre 1936.
- Bachet D. et Naszályi P., *L’Autre Finance*, Éditions du Croquant, Paris, 2011, p. 21-158.
- Bourgeois L., *Solidarité*, Paris, A. Colin, 1896.
- Calvin J., *Lettre sur l’usure*, 1545.
- Cardahi C., « Le prêt à intérêt et l’usure au regard des législations antiques, de la morale catholique, du droit moderne et de la loi islamique » in *Revue internationale de droit comparé*, vol. 7, n° 3, juillet-septembre 1955, p. 499-541. Doi : 10.3406/ridc.1955.9521, en ligne sur : www.persee.fr/web/revues/home/prescript/article/ridc_0035-3337_1955_num_7_3_9521CECEI, (Comité des établissements de crédit et des entreprises d’investissement), Rapport annuel, exercice 2009, chap. 3, p. 71.
- Chaïbi-Lescarcelle O., *Proudhon et la banque du peuple*, Éditions Connaissances et Savoirs – Économie et Gestion, Paris, 2010, 237 p., p. 218. ISBN : 978-2-7539-0181-0. EAN : 9782753901810.
- Chaunu P., *Colomb ou la logique de l’imprévisible*, F. Bourin, Paris, 1993, 303 p.
- Chauvin B., Mendes A. et Richez-Battesti N., « De la Nef (Nouvelle économie fraternelle) à la BEE (Banque éthique européenne). De l’émergence du banquier itinérant ? » *La Revue des Sciences de gestion, Direction et gestion*, n° 249-250, mai-août 2011, p. 97-98.
- Code du commerce, chap. V, titre II.
- Decornoy J., « L’Exemplaire faillite des caisses d’épargne américaines », *Le Monde diplomatique*, juillet 1990.

- Deuxième directive 89/646/CEE du Conseil, du 15 décembre 1989, visant à la coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice, et modifiant la directive 77/780/CEE.
- Directive 89/647/CEE du Conseil, du 18 décembre 1989, relative à un ratio de solvabilité des établissements de crédit.
- Directive 93/6/CEE du Conseil du 15 mars 1993 sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit.
- Directive 2006/49/CE du Parlement européen du Conseil du 14 juin 2006 sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit.
- Directive 98/31/CEE, du 22 Juin 1998 modifiant la directive 93/6/CEE sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit.
- L'Évangile selon saint Marc, 2, 27.
- L'Évangile selon saint Matthieu, 7, 19.
- Gounot E., *L'État devant les problèmes de la terre*, Gabalda, Paris 1924, p. 142.
- *La Spéculation illicite*, Gabalda, Paris 1922, p. 79-90.
- Grange V., « De la société financière de la Nef à la banque éthique européenne, la croissance d'une structure coopérative » in Daniel Bachet et Philippe Naszályi, *L'Autre Finance*, Éditions du Croquant, 2011, p. 249-265.
- Greenspan A., *Déclaration à la Chambre des représentants*, Washington, 25 octobre 2008, cité par Patrice de Plunkett, *Le Spectacle du monde*, n° 550, novembre 2008, p. 9.
- Guichandut P., « Le développement de la microfinance en Europe : une réelle alternative aux banques capitalistes » in Daniel Bachet et Philippe Naszályi, *L'Autre Finance*, Éditions du Croquant, 2011, p. 159-174.
- De Guillebon J. et Van Gaver F., *L'Anarchisme chrétien*, Éditions de l'Œuvre, Paris, 2012, 420 p.
- Heers J., *Christophe Colomb*, Hachette, Paris, 1991, 666 p.
- INAISE, *Banques et cohésion sociale. Pour un financement de l'économie à l'échelle humaine : la faillite des banques, les réponses des citoyens*, Bruxelles, ECLM, 2000, 310 p., p. 123-124.
- Jawadi F., « La finance islamique est-elle à l'abri de la crise financière globalisée ? » *La Revue des Sciences de gestion, Direction et gestion*, n° 255-256, mai-août 2012 (à paraître).
- Jean-Paul II, *Centesimus Annus*, part. 47, Rome 1991.

- Kissling H., *Reichtum ohne Leistung. Die Feudalisierung der Schweiz*. ISBN : 978-3-7253-0902-3, April 2008.
- *Le Savetier et le financier*, www.inlibroveritas.net/lire/oeuvre208.html.
- *Le Secteur bancaire français, 2000-2010*, FBF, 2010, p. 12. www.fbf.fr.
- Loi du 24 janvier 1984 modifiée, n° 84-46, relative au contrôle des établissements de crédit.
- Mauduit L. *Les Imposteurs de l'économie*, Éditions Jean-Claude Gawsewitch, 320 p., Paris, mars 2012, p. 294, ISBN : 2350133222.
- Mandeville B., *La Fable des Abeilles*, Londres, Aux dépens de la Compagnie, 1740, Traduction de Jean Bertrand p. 1/26 Gallica.
- Moulaye Abdelkader Ould Moulaye I. et Jallais J., « L'éthique du client face à l'offre bancaire islamique en France », *La Revue des Sciences de gestion, Direction et gestion* n° 249-250, mai-août 2011, p. 65.
- Naszályi P., « Banques françaises et euro : chance et défi », *La Revue du financier*, n° 116, juin 1998, p. 36-50.
- « Gouvernance et mutualisme. Le cas de la Fnim (Fédération nationale interprofessionnelle des mutuelles), Laboratoire RII » *Cahiers du Lab. RII*, www.riifr.univ-littoral.fr, n° 204, 20 p., janvier 2009.
- « L'autre finance bancaire ? », in Daniel Bachet et Philippe Naszályi, *L'autre finance*, Éditions du Croquant, 2011, p. 21-158.
- « Le Roi Midas a des oreilles d'âne », *La Revue des Sciences de gestion, Direction et gestion*, n° 223, p. 5, 2007, Éditorial, DOI : 10.1051/larsg:2007001.
- « The origins of mutualism », in William Barnett and Fredj Jawadi (Eds), *International Symposia in Economic Theory and Econometrics : Recent Developments in Alternative Finance : Empirical Assessments and Economic Implications*, Emerald Publishing, Bingley, UK, 2013.
- « Tout se gère », *La Revue des Sciences de gestion, Direction et gestion*, n° 159-160, août 1996, Éditorial, p. 5, DOI www.dx.doi.org/10.1051/larsg:1996017.
- Oreskes N. et Conway Erik M., *Les Marchands de doute ou comment une poignée de scientifiques ont masqué la vérité sur des enjeux de société tels que le tabagisme et le réchauffement climatique*, Éditions Le Pommier, 524 p., Paris, mars 2012.
- Ould Moulaye Ismail Moulaye Abdelkader et Jallais J., « L'éthique du client face à l'offre bancaire islamique en France », *La Revue des Sciences de gestion, Direction et gestion*, n° 249-250, mai-août 2011, p. 65-77.
- Platon, *La République*, livre 7.

- Proudhon P.-J., *Banque du peuple* suivi du *Rapport de la Commission des délégués du Luxembourg*. Garnier, Paris, 1849, réédition Elibron classics séries, United Kingdom 2007, 52 p., p. 5 et 7.
- « Cahier II », 23 août 1839 in *Correspondance II, 1842-1849 de P.-J. Proudhon*, précédée d'une notice sur P.-J. Proudhon par J.-A. Langlois, A. Lacroix éditeur, 14 vol., Paris, 1875.
- Déclaration du peuple du 7 novembre 1848.
- Proposition relative à un emprunt national et à la réunion de la Banque de France au Domaine public, 22 août 1846, Art. II.
- Homélie du cardinal Josef Radzinger, *Missa pro eligendo Romano Pontifice*, Rome, 18 avril 2005.
- Rand Ayn, *Atlas Shrugged* (La révolte d'Atlas), 1957, ISBN : 0451191145.
- Raynal S. et Vermersch F. « *L'Autopsie d'une faillite économique* », Elzévir, Paris 2012, p. 42.
- Règlement n° 92-14 du Comité de la réglementation bancaire du 23 décembre 1992 applicable à compter du 1^{er} janvier 1993 (L. 511-11 du code monétaire et financier) en application de la directive n° 89/646/CEE du 15 décembre 1989 refondue dans la directive 2006/48/CE du 14 juin 2006.
- Robé J.-P., « À qui appartiennent les entreprises ? » *Le débat*, mai-août 2009, n° 155, p. 33.
- Rousseau J.-J., *Du contrat social*, 1762.
- Roux M., « Sortie de crise ou crise de sortie ? Impacts de ce contexte sur les modèles d'affaires de la sphère financière », *VSE* n° 189, décembre 2011, p. 62-74.
- Saint Thomas d'Aquin, *Somme contre les gentils*, III, XVII, Éditions du Cerf.
- *Somme théologique*, I-II, question 90, Éditions du Cerf.
- Stanziani A. « Comment le droit définit le marché », *Revue d'Histoire moderne et contemporaine* 3/2004 (n° 51-3), p. 199-203.
- Venturini S., *Éclats d'une poésie de l'inaccompli*, p. 12.
- Weber Max (Karl Emil Maximilian dit Max), *L'Éthique protestante et l'esprit du capitalisme* (1904-1906), traduction par Chavy J., Plon, 1964.
- Weill L., « L'Intégration des marchés bancaires en Europe : quel impact ? » *Bulletin de l'Observatoire des politiques économiques européennes*, n° 4, Strasbourg, été 2001, p. 19.

Audit de qualité, sécurité financière, stabilité des marchés, vingt-cinq ans de quête du Graal et quelques perspectives

JEAN-LUC DECORNOY ET DENIS NEVEUX

- Frison-Roche M.-A. : *Vers quelle régulation de l'audit faut-il aller ?* Édition LGDJ.
- , « Proposition pour une notion d'opérateur crucial », *Recueil Dalloz*, 2006, n° 27.
- *L'Auditeur*, juin-juillet 2011.
- OCDE, 2009, *Competition and Regulation in Auditing and Related Profession*, p. 20.

25 ans : La mutation du métier de directeur financier

THIERRY LUTHI

- *Échanges*, revue éditée par la DFCG, rédacteur en chef, Georges Mathey.
- Collectif DFCG, *Améliorer la performance de votre entreprise : 70 recommandations concrètes* aux Éditions d'Organisation, Groupe Eyrolles.
- Charte de déontologie des dirigeants salariés, Fédération nationale des cadres dirigeants.
- *Comment un directeur financier peut-il conjuguer éthique et profit ?* Le Blog du directeur financier par Daniel Bacqueroët, 21 novembre 2011.
- Université d'été 2011 : *Petit condensé des changements des 30 dernières années... et leur impact sur la vie de Lionel* par Ludovic de Beauvoir, PWC Consulting.