

LE CERCLE TURGOT



# REPENSER LA PLANÈTE FINANCE

REGARDS CROISÉS SUR LA CRISE FINANCIÈRE

*Sous la direction de* Jean-Louis CHAMBON

Jacques-Henri DAVID  
*président du Cercle Turgot*

Armand ANGELI  
Daniel BACQUEROËT  
Jean-Paul BINOT  
Pascal BLANQUÉ  
Nicolas BOUZOU  
Arnaud DE BRESSON  
Hervé DE CARMOY  
Jean-Luc DECORNOY  
Philippe DESSERTINE

*Préface de*  
Philippe MARINI

Bernard ÉSAMBERT  
Steve GENTILI  
Pierre-Noël GIRAUD  
Alain LAURENT  
Vivien LÉVY-GARBOUA  
André LÉVY-LANG  
Gérard MAAREK  
Mickaël MANGOT  
François MEUNIER

Michel BON  
*président de la FNEGE*

William NAHUM  
Olivier PASTRÉ  
Jean-Pierre PETIT  
Jean-Jacques PLUCHART  
Vincent REMAY  
Jean-Michel REYNAUD  
François-Xavier SIMON  
Christian WALTER  
Daniel ZAJDENWEBER

**LesEchos**  
EDITIONS

**EYROLLES**  
Éditions d'Organisation

# Repenser la planète Finance

Éditions d'Organisation  
Groupe Eyrolles  
61, bd Saint-Germain  
75240 Paris cedex 05

[www.editions-organisation.com](http://www.editions-organisation.com)  
[www.editions-eyrolles.com](http://www.editions-eyrolles.com)

Les Echos Editions  
Groupe Les Echos  
16, rue du Quatre-Septembre  
75112 Paris cedex 02

[www.lesechos-editions.fr](http://www.lesechos-editions.fr)



Le Code de la propriété intellectuelle du 1<sup>er</sup> juillet 1992 interdit en effet expressément la photocopie à usage collectif sans autorisation des ayants droit. Or, cette pratique s'est généralisée notamment dans l'enseignement provoquant une baisse brutale des achats de livres, au point que la possibilité même pour les auteurs de créer des œuvres nouvelles et de les faire éditer correctement est aujourd'hui menacée.

En application de la loi du 11 mars 1957, il est interdit de reproduire intégralement ou partiellement le présent ouvrage, sur quelque support que ce soit, sans autorisation de l'Éditeur ou du Centre français d'exploitation du droit de copie, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris.

© Groupe Eyrolles, 2009  
© Les Echos Editions, 2009  
ISBN : 978-2-212-54340-7

LE CERCLE TURGOT  
Sous la direction de Jean-Louis Chambon

# Repenser la planète Finance

REGARDS CROISÉS  
SUR LA CRISE FINANCIÈRE

*LesEchos*  
EDITIONS

EYROLLES  
Éditions d'Organisation

## CERCLE TURGOT

Siège social : 37, quai de Grenelle – 75015 PARIS

Conférences : Maison de la Chasse et de la Nature, Hôtel de Guénégaud – 75003 PARIS

### PRÉSIDENT

Jacques-Henri DAVID

### VICE-PRÉSIDENTS

Nicolas BOUZOU, Patrick COMBES, Philippe DESSERTINE

Centre de réflexions et d'analyses financières, il a pour vocation d'encourager les auteurs, de favoriser la recherche et la pédagogie, principalement en économie financière.

Sont membres les lauréats des vingt-deux éditions du prix Turgot, des représentants de l'économie, de la finance et de l'entreprise et les membres d'honneur.

Le Cercle Turgot relève de l'Association des élèves et anciens élèves de l'Institut de haute finance, institut créé par le président Pompidou en 1972.

Le Cercle prolonge l'événement annuel du prix Turgot du meilleur livre d'économie financière, créé sous le haut patronage du ministère de l'Économie et des Finances.

### Membres d'honneur

Ysabel DE NAUROIS TURGOT, présidente de la Société des amis de Turgot.

Jean CLUZEL de l'Institut.

Xavier MUSCA, directeur général du Trésor et de la Politique économique.

Jean-Louis CHAMBON, fondateur du Cercle Turgot et président d'honneur.

Pierre JARS, président d'honneur du prix Turgot.

### Conseil d'orientation

#### *Membres de droit*

Président et vice-présidents du Cercle, président du prix Turgot.

Michel BON, président du grand jury du prix Turgot.

Philippe MARINI, rapporteur général de la commission des finances au Sénat.

#### *Autres membres actifs*

Armand ANGELI, président de EOA.

Raimondo ASCER, président de VIVEO.

Daniel BACQUEROËT, président de la DFCG.

Frank BOURNOIS, DG du CIFFOP.

Arnaud de BRESSON, DG de Paris Europlace.

Daniel BURLIN, Past DG Technip.

Hervé de CARMOY, président d'Étam.

Laurent COHEN-TANUGI, avocat essayiste.

Jean-Luc DECORNOY, président KPMG.

Christian DUVILLET, DG de LCL.

Bernard ÉSAMBERT, président du Club des Vigilants.

Marc FOSSIER, directeur exécutif chez France-Télécom.

Steve GENTILI, président du FFA et de la Bred.

Pierre-Noël GIRAUD, professeur d'économie à l'École des mines, prix Turgot 2001.

Christian JULIENNE, président de l'association Héritages et Progrès.

Philippe JURGENSEN, président de l'ACAM.

Alain LAURENT, philosophe.

Jacques LENORMAND, DG délégué du Crédit Agricole SA.

André LÉVY-LANG, prix Turgot 2006.

Mickaël MANGOT, prix Turgot 2005.

Bénédicte MERLE, vice-présidente de l'association des élèves de l'IHFI.

François MEUNIER, DGA de Coface.

M<sup>e</sup> Yves-Marie MORAY, président du CED.

William NAHUM, président de l'Académie des sciences techniques comptables et financières.

Valérie OHANNESSIAN, DG du groupe Revue Banque.

Pierre PARIENTE, DG de l'IFG.

Olivier PASTRÉ, professeur à Paris-VIII.

Jean-Pierre PETIT, prix Turgot 2003.

Jean-Jacques PLUCHART, Professeur à Paris-I.

Vincent REMAY, DGA de NYSE Euronext.

Christian SAINT-ÉTIENNE, prix Turgot 1994.

Jean-Marc SYLVESTRE, journaliste.

Daniel VITRY, professeur à Paris-II.

Christian WALTERS, actuaire et professeur à l'IEP de Paris.

Daniel ZAJDENWEBER, prix Turgot 2000.

## Les auteurs

### ARMAND ANGELI

- MBA de l'Insead ; diplôme d'ingénieur de l'INSA Lyon et de l'Illinois Institute of Technology de Chicago (États-Unis).
- Cofondateur & vice-président, EOA France (European Outsourcing Association).
- Directeur du développement externalisation, Grant Thornton.
- Cofondateur et le vice-président de l'European Outsourcing Association (EOA) France.
- Président du groupe international de la DFCG (Association des directeurs financiers et du contrôle gestion) ;
- Administrateur de la DFCG et membre de son bureau national ;
- Animateur du groupe de réflexion CSP-Externalisation de la DFCG.

### DANIEL BACQUEROËT

- Diplômé de l'université Paris-IX Dauphine (maîtrise de gestion, option Finance-Fiscalité) et ancien élève de l'IMD de Lausanne.
- Président national de la DFCG (Association des directeurs financiers et des contrôleurs de gestion) en juin 2008.
- Carrière au sein de groupes anglo-saxons (Unisys, GlaxoSmithKline, AstraZeneca, Otis, ISS et actuellement Brink's). Après différentes fonctions financières (contrôle de gestion industriel, reporting et plan, crédit management et services financiers, acquisition et trésorerie, mise en place d'un ERP et centre de services partagés), il a rejoint le groupe ISS-France en 2000 au poste de directeur financier, puis directeur général Finance et ensuite directeur international du développement et des intégrations pour l'Europe continentale. Depuis décembre 2005, Daniel Bacqueroët est directeur général adjoint Finance et Administration du groupe Brink's France. Président de la DFCG Île-de-France depuis mars 2006.

### JEAN-PAUL BINOT

- HEC Liège.
- Directeur Europe continentale cabinet conseil Alsbridge.

- Membre du bureau EOA France.
- Conférencier.
- Chroniqueur spécialisé.

### PASCAL BLANQUÉ

- Ancien élève de l'École normale supérieure (Ulm).
- Diplômé de l'IEP Paris.
- Docteur en sciences de gestion de Paris-Dauphine.
- Directeur de la gestion de crédit agricole asset management group.
- Chroniqueur-auteur : dont *Théorie globale de l'Intérêt, du Cycle et de la Mémoire* (Economica, 2009), *Tractacus economico-philosophicus, Carnets monétaires, Généalogie de l'économique et Valeur et temps* (Economica, 2008).

### MICHEL BON

- Diplômé de l'Essec, de l'IEP Paris et ancien élève de l'ENA.
- Stanford Business School.
- Inspecteur des finances.
- Président ou directeur général successivement de plusieurs groupes du CAC 40.
- Président du conseil de surveillance de Devoteam et de la FNEGE et administrateur de sociétés.
- Président du grand jury du prix Turgot.
- Chroniqueur et auteur.

### NICOLAS BOUZOU

- Prix spécial du jury Turgot, 2007.
- Économiste, directeur-fondateur d'Asterès. Il est directeur d'études au sein du MBA de droit des affaires et de management de l'université de Paris-II Assas.
- Auteur-chroniqueur.
- Intervenant régulier sur plusieurs chaînes de télévision et de radios (BFM, LCI, RTL, France Télévisions et Canalacadémie),
- Nombreuses conférences en France et à l'étranger.
- Auteur de plusieurs livres, dont le *Petit Précis d'économie appliquée à l'usage du citoyen pragmatique* (Eyrolles, 2007, prix spécial du jury Turgot en 2008), et *Krach financier : ce qui va changer pour vous* (Eyrolles, 2008).

**ARNAUD DE BRESSON**

- Diplômé de l'IEP Paris (1978).
- Titulaire d'un DEA de sciences économiques de l'université Paris-I Panthéon-Sorbonne (1978) et d'une maîtrise de sciences économiques, Paris-X (1977).
- Depuis 1993, délégué général de Paris Europlace, association en charge de promouvoir et développer la place financière de Paris, fondée par la Caisse des dépôts, la Banque de France, la CCIP, la Fédération des banques françaises, Euronext, la Région Île-de-France, la Ville de Paris, etc.
- Directeur général de l'institut Europlace de Finance (EIF) depuis 2004, et directeur général du pôle de compétitivité Finance Innovation depuis janvier 2008.
- Administrateur de la société foncière Affine, du comité France-Chine, de l'IFA (Institut français des administrateurs), membre de l'ICGN (International Corporate Governance Network), et administrateur de l'université d'Évry.
- Membre du comité de rédaction de la *Revue d'économie financière* (REF).

**HERVÉ DE CARMOY**

- Président du conseil de surveillance d'Etam.
- Past-directeur regional Europe - Chase Manhattan Bank.
- Professeur de stratégie internationale des entreprises à l'IEP de Paris.
- Auteur de *L'Euramérique* (PUF, 2007) et de *La Banque du XXI<sup>e</sup> siècle* (Odile Jacob, 1995).

**JEAN-LOUIS CHAMBON**

- Diplômé de l'Institut de haute finance (IHFI) et de l'Institut supérieur de la banque.
- Président du prix Turgot.
- Président de la Fédération nationale des cadres dirigeants.
- Président d'honneur et fondateur du Cercle Turgot.
- Past-directeur (Groupe Crédit Agricole).
- Chroniqueur dans différentes revues financières.
- Chroniqueur économique à Canalacadémie (à l'institut de France).

**JACQUES-HENRI DAVID**

- Diplômé de l'école polytechnique, de l'IEP Paris et de l'Ensaë.
- Président du Groupe Deutsche Bank France et vice-chairman de la division « Global Banking » de Deutsche Bank AG.
- Président du Cercle Turgot.
- Inspecteur des finances, Jacques-Henri David a été notamment chef du service d'études et de recherche de la Banque de France, conseiller technique, directeur adjoint, puis directeur du cabinet de René Monory, ministre de l'Économie et des Finances, avant d'occuper de 1981 à 1984 les fonctions de secrétaire général du Conseil national du crédit à la Banque de France.
- Il est entré en septembre 1984 à la compagnie de Saint-Gobain dont il fut nommé directeur financier en janvier 1985 et directeur général en juillet 1986. Il a été ensuite président de la banque Stern de 1989 à 1992 ; directeur général de la Compagnie générale des eaux (Vivendi) de janvier 1993 à fin 1995 ; président du CEPME, de Sofaris puis de la Banque du développement des PME-BDPME, de janvier 1996 à septembre 1999.
- Ancien membre du Conseil économique et social, administrateur de plusieurs sociétés françaises et étrangères.
- Commandeur de la Légion d'honneur et commandeur de l'Ordre national du mérite.

**JEAN-LUC DECORNOY**

- Président du directoire de KPMG SA premier cabinet français d'audit et d'expertise comptable et de conseil, membre de KPMG International. Expert-comptable et commissaire aux comptes, il est également diplômé de l'Essec.
- Commissaire aux comptes de plusieurs grandes sociétés dans les secteurs de la distribution, des hautes technologies et de l'énergie.
- Président du département APE de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes.
- Membre du *board* mondial de KPMG International, dont il est également président du comité d'audit et membre de la *Global*

*Executive Team*, et membre du *board* et du comité stratégique de la région EMA de KPMG (Europe, Moyen-Orient, Afrique).

#### PHILIPPE DESSERTINE

- Agrégé en sciences de gestion.
- Professeur d'université à la faculté de Nanterre.
- Directeur du département Finance et du Ceros.
- Directeur général de l'Institut de haute finance (IHFI).
- Auteur, chroniqueur, intervenant régulier dans les médias nationaux, radio, télé et Canalacadémie.
- Dernière parution : *Ceci n'est pas une crise : (Juste la fin d'un monde)* (Anne Carrière, 2009).

#### BERNARD ÉSAMBERT

- Diplômé de l'école polytechnique.
- Ancien conseiller du président Georges Pompidou.
- Conseiller aux affaires industrielles à l'Élysée de 1969 à 1974.
- Grand banquier d'affaires.
- Membre du collège de la COB.
- Coprésident de Bolloré et des conseils de surveillance de Lagardère Groupe Arjil, etc.
- Ancien président de l'Institut Pasteur.
- Président de la fondation française de la recherche sur l'épilepsie et de la fédération pour la recherche sur le cerveau.
- Président de l'association Club des vigilants.
- Auteur, chroniqueur dont *La Guerre économique mondiale* (Olivier Orban, 1991).

#### STEVE GENTILI

- Président de la BRED.
- Président du Forum francophone des affaires (FFA).

#### PIERRE-NOËL GIRAUD

- Prix Turgot 2001.
- Ingénieur général des Mines.
- Professeur d'économie à Mines ParisTech. Il y a fondé en 1978 et dirigé jusqu'en 2003 le Cerna, centre de recherche en économie industrielle. Enseigne également à l'université de Paris-Dauphine. Membre fondateur de l'Académie des technologies. Principaux

ouvrages : *Le Commerce des promesses. Petit Traité sur la finance moderne* (Le Seuil, Prix Turgot 2001) et *L'Inégalité du monde. Économie du monde contemporain* (Gallimard, 1996, traduit en cinq langues).

#### ALAIN LAURENT

- Philosophe et essayiste, Alain Laurent dirige la collection « La Bibliothèque classique de la liberté » aux éditions des Belles Lettres.
- Dernier ouvrage paru : *La Société ouverte et ses nouveaux ennemis* (Les Belles Lettres, 2008).

#### VIVIEN LÉVY-GARBOUA

- Diplômé de l'École polytechnique et de l'école des Mines et titulaire d'un PHD en économie à l'université d'Harvard.
- Théoricien et praticien de la monnaie et de la banque, il est membre du Comex de BNP-Paribas.
- Auteur et chroniqueur, dont *Macro-économie contemporaine* (avec Bruno Weymuller, Economica, 2<sup>e</sup> éd., 1995), *Macro-psychanalyse : l'économie de l'inconscient* (avec Gérard Maarek, PUF, 2007).

#### ANDRÉ LÉVY-LANG

- Prix Turgot 2006.
- Ancien élève de l'École polytechnique (1956) et docteur (Ph.D. in Business Administration, 1966) de l'université de Stanford, André Lévy-Lang a débuté comme physicien au Commissariat à l'énergie atomique en 1960. De 1962 à 1974, dans le groupe Schlumberger, il a occupé différentes fonctions techniques et de direction, en France et aux États-Unis.
- Past-président du groupe Paribas.
- Professeur associé émérite à Dauphine.
- Président du conseil de surveillance des *Échos*, 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 Europlace 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.



**GÉRARD MAAREK**

- Diplômé de l'école polytechnique et de l'ENSAE.
- Consultant indépendant.
- Past-secrétaire général de l'Insee.
- Auteur, chroniqueur dont *Macro-économie et gestion d'actifs* (Economica, 2003).

**MICKAËL MANGOT**

- Prix Turgot 2005.
- Chercheur à l'Essec à Singapour et consultant en finance comportementale.

**PHILIPPE MARINI**

- Ancien élève de l'ENA.
- Inspecteur des Finances.
- Sénateur.
- Rapporteur général de la commission des finances au Sénat.

**FRANÇOIS MEUNIER**

- Diplômé de l'Ensaë.
- Économiste.
- Directeur général adjoint Coface.
- Past-président de la DFCG.
- Membre du conseil d'orientation du Cercle Turgot.
- Auteur, chroniqueur.

**WILLIAM NAHUM**

- Président et fondateur de l'Académie des sciences techniques comptables et financières.
- Médiateur délégué du crédit chargé des réseaux socio-professionnels.
- 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.

**OLIVIER PASTRÉ**

- Professeur à l'Université de Paris-VIII.
- Président d'IM Bank (Tunis).
- Conseiller scientifique de la *Revue d'économie financière*.
- Membre du conseil scientifique de l'autorité des marchés financiers.
- Administrateur de plusieurs banques.

- Auteur, chroniqueur dont *Le Roman vrai de la crise financière* (avec Jean-Marc Sylvestre, Perrin, 2008).
- Producteur de l'émission « L'Économie en question » sur France-Culture.
- Intervenant régulier dans les médias nationaux (radio, télévision et Canalacadémie).

**JEAN-PIERRE PETIT**

- Prix Turgot 2003 et prix spécial du jury 2005 (premier « doublé » du prix Turgot).
- Diplômé de l'IEP Paris et titulaire d'une maîtrise en droit et d'un DEA d'économie internationale.
- Directeur de la recherche économique et de la stratégie d'Exane-BNP-Paribas, la première société de Bourse française pour clientèle institutionnelle.
- Adjoint au directeur des études économiques de la BNP (et, à ce titre, membre du comité de pilotage sur l'euro de la BNP), adjoint de direction à la Banque de France et consultant pour le Fonds monétaire international (1986-1994).
- Auteur de plusieurs ouvrages, *La Finance, autrement* (en collaboration, Dalloz, 2005), *La Bourse, rupture et renouveau* (Odile Jacob, 2003), *Économie internationale : la place des banques* (Dunod 1999), *Les Privatisations* (en collaboration, Montchrestien, 1998), *Échanges et finance internationale, les enjeux et Échanges et finance internationale, les acteurs* (revue *Banque éditeur*, 1997), *Économie contemporaine* (éditions du CFPP, 1989).
- Meilleur économiste de marché de 2002 à 2007, Jean-Pierre Petit a été élu lors des grands prix de l'analyse financière organisés par Extel-Agefi en France avec un vote par plus de sept cents investisseurs institutionnels.
- Chroniqueur à *L'Expansion*, à *Investir*, à *PAGEFI* (suisse), à *l'AGEFI hebdo* (France) et à la revue *Banque Magazine*.
- Intervenant régulier à BFM, BFM TV, LCI, TV5, Radio-Classique, Bloomberg TV, etc.

**JEAN-JACQUES PLUCHART**

- Prix spécial du jury Turgot 2000.
- Docteur d'État économie, HDR gestion, IEP Paris, Institut de haute finance.
- Professeur des universités (Paris-I Panthéon-Sorbonne).

- Ex-ingénieur financier (groupe Total) past-président de l’Omnium européen.
- Vice-président de l’association AEEIHFL.
- Auteur ou co-auteur de quinze ouvrages (dont *L’Ingénierie de projet créatrice de valeur*, Éditions d’Organisation, 2001, prix spécial Turgot) et de trente-cinq articles scientifiques. Membre du comité scientifique de la DFCG et du cercle Turgot.

#### VINCENT REMAY

- Diplômé d’Audencia.
- MBA de l’université de l’Ohio.
- Deputy Senior Advisor NYSE Euronext en charge du développement produits et des relations de place.
- Conseiller du président du développement produits.
- Membre du conseil d’orientation du Cercle Turgot.

#### JEAN-MICHEL REYNAUD

- Cadre à la Banque de France.
- Président de la section des Finances du Conseil Economique et Social.
- Président délégué de l’Icosi, Institut de Coopération Sociale Internationale.
- Conférencier spécialisé en intelligence économique.
- Chevalier dans l’Ordre National de la Légion d’Honneur et dans l’Ordre National du Mérite.
- Auteur de : *Chroniques d’un Citoyen Ordinaire* (Bruno Leprince Éditeur, 1997), *République et franc-maçonnerie* (Bruno Leprince Éditeur, 2002), *La laïcité, centre de l’union*

(Bruno Leprince Éditeur/CGM, 2003) et *Laïcité : la croix et la bannière* (avec Alain Simon, Bruno Leprince Éditeur, 2005).

#### FRANÇOIS-XAVIER SIMON

- Diplômé de l’ESC Rouen et titulaire du DECS.
- Directeur à la Cegos.
- Conseil et formation dans les domaines de la stratégie, de la finance et de la gestion.
- Auteur ou co-auteur de douze ouvrages, et de nombreux articles, cahiers techniques ou dossiers.
- Membre du comex.
- Vice-président du comité scientifique de la DFCG.
- Membre du comité de rédaction de la revue *Échanges*, membre du comité d’orientation de l’Académie des sciences et techniques comptables, président du comité de lecture du prix Turgot...

#### CHRISTIAN WALTER

- Actuaire agrégé de l’Institut des actuaires.
- Fondation Maison des sciences de l’homme.
- Professeur associé à l’Institut politique de Paris.
- Auteur, chroniqueur dont *Critique de la valeur fondamentale* (avec Éric Brian, Springer, 2008).

#### DANIEL ZAJDENWEBER

- Prix Turgot 2000.
- Professeur émérite à l’université Paris-Ouest-Nanterre-La Défense.
- Membre du Ceros.
- Auteur, chroniqueur.



*En hommage des auteurs à Anne-Robert-Jacques TURGOT,  
baron de l'Aulne, économiste, administrateur  
et homme d'État, pour qui libéralisme et laisser-faire  
n'étaient en rien synonymes de « laisser tout faire ».*



# Sommaire

## Préface

Exorciser le péché d'orgueil	Philippe Marini .....	15
------------------------------	-----------------------	----

## Introduction

L'inlassable travail d'adaptation à l'ère du temps	Michel Bon .....	17
--	------------------	----

## PARTIE 1 – REGARDS DES « AUTRES SCIENCES »

### *Regard de la philosophie*

La dévastation et l'attente	Pascal Blanqué .....	23
Libéralisme et « laisser-faire », la leçon de Turgot	Alain Laurent .....	33

### *Regard de la psychanalyse et de la psychologie*

Macropsychanalyse de la crise financière	Vivien Lévy-Garboua et Gérard Maarek .....	39
La crise vue par la finance comportementale	Mickaël Mangot .....	53

### *Regard de l'histoire*

D'une crise à l'autre : 13 mai 1931/15 septembre 2008	Daniel Zajdenweber .....	63
Les crises de la finance globale de marché : imprévisibles, nécessaires, inévitables	Pierre-Noël Giraud .....	73

### *Regard des mathématiques*

Le virus brownien et la déroute des professionnels en finance	Christian Walter .....	89
--	------------------------	----

## PARTIE 2 – REGARDS DE L'ENTREPRISE

### *Regard de chefs d'entreprise*

Conséquences géopolitiques : les relations entre l'Iran et les États-Unis	Hervé de Carmoy .....	105
--	-----------------------	-----

La crise financière et le tissu industriel français : rebonds... ?	Bernard Ésambert .....	111
Les réponses de l'externalisation	Armand Angeli et Jean-Paul Binot .....	121
Une nouvelle page pour la francophonie économique ?	Steve Gentili .....	129

### *Regard de dirigeants*

Vers un capitalisme éthique ?	Jean-Jacques Pluchart et François-Xavier Simon ...	135
Déontologie financière ou la génération perdue de la finance	Daniel Bacqueroët .....	145
Le métier de dirigeant en question	Jean-Louis Chambon .....	155
Crise et communication financière : de l'excès de l'information...	William Nahum .....	171
L'intelligence économique dans le contexte de la crise	Jean-Michel Reynaud .....	179

## PARTIE 3 – REGARDS DE L'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

### *Analyses*

Faut-il reconstruire le capitalisme ?	Nicolas Bouzou .....	193
Risques anciens, risques nouveaux	André Lévy-Lang .....	201
Régulation bancaire : la « discipline de marché » est-elle une illusion ?	François Meunier .....	207
Bulle immobilière = destruction de valeur	Jean-Pierre Petit .....	225

### *Éléments de réponses*

Reconstruire la gouvernance financière mondiale	Olivier Pastré .....	231
De la nécessité de l'évolution des normes comptables	Jean-Luc Decornoy .....	237
Crise financière : quelles pistes de solutions ? Quelle nouvelle stratégie pour la place de Paris ?	Arnaud de Bresson et Vincent Remay .....	251
L'Europe et la crise	Philippe Dessertine .....	263

### **Conclusion**

N'ayez pas peur...	Jacques-Henri David .....	279
--------------------	---------------------------	-----

<b>Index</b> .....		283
--------------------	--	-----

# Exorciser le péché d'orgueil

PHILIPPE MARINI

Depuis de nombreuses années, je rapporte devant le Sénat les textes les plus divers en matière de législation financière, touchant à l'organisation des marchés, à celle du secteur des banques et des compagnies d'assurances, à l'épargne et à l'information du public. Or, dès la fin des années 1980, les règles du jeu prévalant dans ces domaines ont littéralement explosé. Bien des concepts auxquels nous avons été formés ont été battus en brèche par la globalisation, et emportés par une vague d'origine anglo-saxonne devant laquelle aucun barrage n'était réaliste... Même l'esprit critique ne pouvait plus s'exprimer ! C'est ainsi que les principes de valorisation des actifs financiers dans les bilans, le mode de transmission des risques entre les professions réglementées et le marché, les méthodes de cotation des valeurs ont été révolutionnés, à la satisfaction des professionnels et dans l'indifférence et l'incompétence générales des assemblées politiques et des opinions publiques...

J'ai, par exemple, le souvenir d'avoir timidement évoqué en 2003, lors de la discussion de la loi dite « de sécurité financière », les procédures et la documentation utilisées par les agences de notation et les conflits d'intérêt auxquels elles peuvent être exposées. Il m'avait été répondu par l'excellent ministre de ce moment-là qu'il ne s'agissait que de rapports contractuels, et qu'il fallait laisser les clients de ces agences définir leurs besoins et leurs attentes. Nul pourtant ne pouvait alors ignorer le rôle vital de nœud d'informations joué par ces prestataires de services, hors de tout système de régulation et de contrôle externe. Lors de la transposition de la directive communautaire sur les marchés d'instruments financiers, je me suis efforcé d'encadrer par quelques principes l'abandon, au profit des banques d'investissement, de la notion de concentration des ordres de Bourse sur



un marché réglementé. Je me suis par ailleurs attaché à signaler le caractère consanguin des groupes d'experts chargés aussi bien de redéfinir les normes comptables que de veiller à la standardisation de certaines opérations financières. Le plus souvent, j'ai eu le sentiment d'être « *vox clamans in deserto* »...

Et voici que la crise venue, ces sujets se placent au centre des grands enjeux politiques internationaux. Le décrochage des Bourses, le marasme immobilier, la remise en cause d'un modèle dont le développement apparaissait sans limite, tous ces événements éclairent d'une lumière crue nos contradictions, nos conformismes, nos lâchetés. En d'autres termes, les hommes d'État, les économistes, les financiers d'aujourd'hui n'ont d'autre choix que de se projeter dans un monde nouveau, tout en gérant les conséquences douloureuses de la réduction d'activité ou de la récession. C'est une chance et un péril tout à la fois. La chance, tout d'abord, d'élaborer des idées, des méthodes, des règles du jeu qui vaudront sans doute pour une génération au moins. Le péril de ne pas savoir communiquer avec une opinion publique trop habituée aux protections multiples de nos sociétés développées. Dans de telles périodes, la recherche des boucs émissaires n'est jamais très loin, et chacun sait à quels débordements elle peut conduire.

À la veille d'une année 2009 qui sera celle de tous les périls, je suis particulièrement heureux d'ouvrir cet ouvrage collectif, qui, sous le patronage de Turgot, est une vraie réflexion pluraliste sur les enjeux majeurs de l'économie financière d'aujourd'hui. La crise redistribue les fortunes et le pouvoir. Les membres du Cercle Turgot, par ces regards croisés, en appellent à la liberté d'esprit et à la critique. Nul parmi nous n'a de certitude, à l'exception de deux convictions. En premier lieu, le juste équilibre entre, d'une part, la capacité d'innovation et le dynamisme des marchés et, d'autre part, leur régulation, au nom de l'intérêt général, est bien l'enjeu essentiel sur lequel nos États et leurs dirigeants seront jugés par l'avenir... Ensuite, l'économie de marché doit retrouver sa vocation, qui est précisément d'assurer le financement optimal des activités économiques : si les arbres ne montent pas jusqu'au ciel, la technique financière ne saurait davantage se substituer à l'économie réelle. J'exprimerai enfin le souhait que ces réflexions contribuent à exorciser le péché d'orgueil qui me paraît avoir été le ferment universel de la crise.

# L'inlassable travail d'adaptation à l'ère du temps

MICHEL BON

De toutes les caractéristiques de la crise que nous traversons aujourd'hui, la plus étonnante peut-être est la perplexité de ses acteurs. Ah ! qu'elles semblaient belles et simples, vues de 2009, les crises précédentes ; chacun alors y allait de son explication sur les tenants et les aboutissants. On croyait que l'on voulait, mais du moins l'on pensait savoir où l'on allait. Rien de tel, cette fois. Comment ? Combien ? Jusqu'où ? On ne sait pas ! Cette pénombre de l'intelligence de notre monde n'est bien sûr pas favorable à l'action : la peur alimente la paralysie, celle-ci creuse la crise qui à son tour augmente la peur. C'est ce cercle qu'il faut briser, et c'est précisément l'ambition de ce livre : demander à quelques-uns de nos meilleurs esprits d'utiliser les outils de leur discipline, histoire, philosophie, mathématiques, économie et même psychanalyse et nous donner assez de lumière sur ce qui est en train de se passer pour nous sortir de la nuit.

Chacun trouvera donc ici de quoi alimenter son intelligence de la situation présente, en y prenant, selon sa forme de pensée un peu plus ici, un peu moins là : c'est la force des ouvrages collectifs que de mieux permettre la cueillette des idées.

Mais ce livre a une ambition plus grande encore : préparer l'après-crise. Parce que si le désarroi prévaut sur l'analyse de ce qui va se passer, ce sont les ténèbres qui règnent sur le paysage que nous prépare cette crise. Il y a ceux qui prédisent qu'elle va tout changer, et que plus rien ne sera comme avant. Et il y a ceux qui, au contraire, tablent sur la nature humaine pour annoncer que le soulagement de la reprise effacera vite toute ambition de réforme, jusqu'à la crise suivante. Sans doute la vérité est-elle entre les

deux, mais où ? Autrement dit, si la volonté de réforme est bien là aujourd'hui, mais que l'on peut craindre qu'elle ne dure guère, sur quoi faut-il mettre l'accent ?

Chacun des chapitres est, de ce point de vue, très stimulant.

Ainsi sur l'invasion de la finance par les mathématiques. N'a-t-elle pas, sous l'illusion d'une vérité scientifique, couronné par plusieurs prix Nobel donné naissance à une martingale qui a transformé nos marchés en vastes casinos ? Dès lors que l'on se convainc qu'aucune formule, si savante soit-elle, n'écarte le risque, beaucoup de pistes s'ouvrent pour permettre à l'investisseur un arbitrage propre entre risque et rendement.

Ainsi sur l'organisation des marchés et de leurs contrôles. Ont-ils pris toute la mesure du monde auquel ils s'appliquent : des millions de personnes capables d'agir instantanément, sur la base des mêmes informations, vraies ou fausses ; des opérateurs à l'image de l'homme d'aujourd'hui, façonné par la culture des jeux et des séries télévisées, dominés par l'émotion plus que la rationalité, l'immédiat plutôt que le durable, l'impunité du risque dans une société qui fait tout pour l'éliminer ?

Ainsi sur le rôle des dirigeants, ceux de tout en haut et ceux au contact des unités de terrain. Lorsque le monde devient bien difficile à décrypter, leur rôle se transforme. Lorsque le général de l'armée en déroute quitte le terrain dans un train blindé confortable, davantage qu'un scandale, c'est la légitimité même de la hiérarchie et de l'entreprise comme outil social efficace qui vacille.

Je suis trop jeune pour avoir connu la crise de 1929 et, lorsque survint le choc pétrolier de 1973, je n'avais pas assez de responsabilités ou de risques pour m'en inquiéter vraiment. Pourtant, la crise actuelle a pour moi un air de déjà-vu, car j'ai vécu, de très près, la bulle Internet et son éclatement, les espoirs et les ravages qu'elle produisit dans le secteur des communications. J'y ai vu à l'œuvre les mêmes leviers qu'aujourd'hui : crédulité généralisée, occultation des risques, inflation des bilans, réglementations dévoyées. J'y ai vu les mêmes accusés : patrons perdant le sens commun, agences de notation agissant trop tard et trop fort, spéculateurs à la manœuvre. Mais, comme l'un de nos auteurs le montre, mon expérience est loin d'être isolée. En vérité, toutes les crises, depuis la crise des tulipes aux Pays-Bas, ont la même origine : des opérateurs qui achètent non pas pour eux, mais pour revendre, et qui le font à crédit.

N'y a-t-il donc rien à faire, puisque les mêmes maux semblent se manifester à chaque crise ? La vérité, que chacun pressent sans forcément se l'avouer, c'est que le mal qu'il faudrait combattre est au cœur de l'homme. Sa crédulité, son comportement moutonnier, sa cupidité.

En un mot, quand on voit s'établir à grande échelle des mouvements qui reposent à la fois sur la crédulité, le panurgisme et la cupidité, la crise n'est pas loin. Mais pourtant, de crise en crise, notre humanité progresse, comme le montre l'Histoire. Voyons donc dans cette crise, comme dans les précédentes, un rappel sans doute pénible, mais utile, à combattre nos démons, et à ne jamais négliger l'inlassable travail d'adaptation à l'air du temps.



Partie 1

REGARDS  
DES « AUTRES SCIENCES »

---



## La dévastation et l'attente

PASCAL BLANQUÉ

Les mots de Martin Heidegger retenus en titre rappellent que là où croît ce qui menace croît aussi ce qui sauve. Au cœur de la crise se trouvent les questions du régime macro-financier, de l'inflation et de la monnaie, enfin de l'économie lui-même.

### LE RÉGIME

Le régime de croissance n'est plus celui des années 1970-1980. Ce dernier a été marqué pour l'essentiel 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, et d'abord aux États-Unis, est caractérisé par l'endettement privé, une part élevée en tendance des profits dans la valeur ajoutée et des formes diverses d'inflation financière qui accroissent la sensibilité du cycle économique à la trajectoire des actifs financiers, et placent les autorités monétaires devant de nouveaux défis. Le risque de ce régime est l'instabilité financière et, *in fine*, la déflation, quand éclatent ici ou là les bulles qu'il nourrit. 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 peut-être remise en question lorsque son coût ne sera plus toléré par le corps social.

Ce régime de croissance s'insère plus largement dans un contexte économique et financier globalisé assis sur un déséquilibre fondamental de l'économie américaine et, partant, mondiale. Jamais la ponction exercée par une économie américaine débitrice nette structurelle sur l'épargne mondiale n'a été aussi prononcée. 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 du dollar, gouverne son mode de financement. La Chine y tient une place croissante.

Le régime de croissance actuel et l'architecture du système économique et financier mondial ont leur cohérence. Traversés de tensions et de déséquilibres, la question de leur soutenabilité est centrale.

Les cycles de reprise globale ont tendance à raccourcir quand perdurent de nombreux déséquilibres. Lorsque débute le nouveau siècle, le village global est surplombé par des stocks – dette ou surcapacités, – des bulles et un déficit extérieur américain au statut paradoxal, moteur de la croissance mondiale et incubateur de ses fragilités. Ces dernières nourrissent, de temps à autre, des fractures réelles et/ou financières, que colmatent les interventions du prêteur en dernier ressort, au risque de ne pas les traiter au fond, tout en entretenant un *moral hazard* problématique. À bien des égards, l'idée que les récessions font partie du cycle et sont des moments nécessaires de purge, est devenue insupportable aux sociétés contemporaines. Injection de liquidité après injection de liquidité, le village global a avancé sur des fragilités qui s'additionnaient. Crise après crise, les marges d'action se sont amenuisées. Les abcès n'ont pas tous été crevés, du temps a été gagné et de l'huile jetée sur de prochains feux. Dans ce régime, des répit, rémissions ou sursauts sont obtenus qui, par leurs propres effets (remontée des taux d'intérêt entre autres), peuvent produire des rechutes de plus en plus rapides. La voie qui mène éventuellement l'économie mondiale à la déflation passe, dans ce type de régime macro-financier, par une série de brèves embellies.

Chercher à lutter contre la récession par une relance du crédit dans une phase de dégonflement d'une bulle d'endettement ne fait sans doute que jeter de l'huile sur un prochain feu. Tant que la purge n'a pas eu lieu, les tentatives de prolongement du cycle par une nouvelle expansion monétaire peuvent faire gagner du temps et obtenir des sursauts, mais ne changent pas la fin de la partie.

Aux excès de la sphère des entreprises à la fin des années 1990 (dette, actions, investissement) font écho sans surprendre ceux de la sphère des ménages quelques années plus tard (dette, immobilier, consommation), le taux d'intérêt ayant assuré la transmission d'une bulle à une autre dans une filiation quasiment nécessaire. En matière monétaire, on a les conséquences (Rueff).

Comme on craque une allumette sur du bois sec, la décennie écoulée a vu une dissémination croissante du risque en forme d'évacuation au-delà de la ligne Maginot bancaire et dans l'économie. La titrisation des créances peut, d'une certaine façon, s'analyser comme une transformation d'un risque de nature systémique en risque macro-économique. Le trou noir incontrôlé des produits dérivés de crédit, dans un concert de satisfecit prématurés, inquiétait. L'apport de nouvelles techniques et instruments financiers au fonctionnement des marchés est peu discutable. Ce qui l'est, c'est la nature du risque créé et les moyens de l'encadrer. Le transfert du risque, porté habituellement par les banques, vers de nombreux acteurs (entreprises, assureurs, OPCVM), casse le lien entre crédit et risque (l'acte de crédit traverse le bilan) – une perversion intellectuelle, une source d'aléa moral et une désincitation pour le prêteur comme pour le bénéficiaire à se soucier d'analyser le risque –, multiplie les points de vulnérabilité aux chocs, ne dit pas qui porte le « mistigri » *in fine* ni où se trouvent les points de concentration, enfin ne prémunit pas les banques d'effets de boomerang. La titrisation est moins inquiétante en tant que telle que la qualité des actifs sous-jacents qu'elle concerne. Les dérivés de crédit sont moins inquiétants en tant que tels que la façon dont ils peuvent être mis en œuvre dans des opérations à effet de levier et comportant une qualité médiocre d'actif. Multiplicateur de crédit dans le boom, accélérateur de ventes de détresse dans le *bust* (liquidation de portefeuilles d'actions ou d'obligations pour compenser le coût du risque), ce segment financier soi-disant stabilisateur et liquide – sa liquidité peut s'évaporer en un instant – à l'armature juridique complexe, ressemble à certains égards plus à la queue de comète d'une bulle de crédit qu'au début d'une nouvelle ère.

Comme l'a mis en avant l'analyse autrichienne, la récession est en quelque sorte fatale : tant que la purge et la restructuration associée n'ont pas eu lieu (la récession), les tentatives de prolongement du cycle par une nouvelle expansion monétaire ne changeront pas la fin de la partie : l'ajustement est incontournable et sera d'autant plus brutal que le traitement des déséquilibres aura été reporté.

Il faut méditer le message autrichien, moment rare où, dans un environnement d'oubli croissant, l'économique est pourtant encore pensé avec exigence du côté de ce qui est. Cette nécessité des modalités d'être de l'équilibre et de la valeur s'oppose, en rupture, à la contingence d'une pensée de l'économique comme action de transformation du monde et, en

matière monétaire, au remplacement des attributs d'être de la monnaie par de purs phénomènes monétaires et, *in fine*, à la substitution du concept de liquidité à celui de monnaie.

## L'INFLATION, LA MONNAIE

L'énigmatique disparition de l'inflation du prix des biens et services – peut-être n'est-ce qu'une éclipse – n'est sans doute pas celle de l'inflation. Les marchés de biens et services ne sont pas les seuls où peuvent se déverser des encaisses non désirées. Les marchés financiers sont des réceptacles potentiels de la création monétaire et, plus généralement, des injections de liquidités. C'est, de fait, à partir de 1995 que les valorisations de nombreux marchés financiers sont sorties des épures classiques. La mutation des formes de l'inflation à l'époque moderne – celle du marché et de la finance – conduit à penser plus largement le concept de prix, c'est-à-dire de différence, de différentiel, au cœur même du mouvement circulatoire de la monnaie. Le risque d'asphyxie monétaire de la sphère financière fait partie d'un régime économique où la liquidité (et sa circulation) domine la monnaie et ses modalités d'équilibre et de valeur.

La pensée de l'économique comme action et circulation conduit à approcher la monnaie par sa circulation plutôt que parce qu'elle est, et la valeur (le prix aussi) par cette différentielle du temps, de l'action et du mouvement. La domination du phénomène monétaire sur la monnaie et de l'action circulatoire sur ce qui est (*i.e.* abrité) dans la monnaie accentue la scission moderne entre le réel (qui regarde du côté de ce qui est) et le financier, qui porte le fondement de l'économique moderne comme action productrice de valeurs. Par son excès même, cette scission signale la difficulté croissante à penser ce qui est simplement réel, la réalité (la présence) de ce qui est s'opposant au mouvement vital de la finance. La monnaie est pensée de plus en plus à partir de son cheminement (la liquidité), dans la visée d'action du sujet dans le monde, et de moins en moins à partir de ce qui « est » et se rend présent au monde et au sujet. Ce tournant fondamental précipite l'économique dans l'époque moderne. Dominée par la pensée technique de l'action monétaire, la monnaie est oubliée en tant que réceptacle des modes d'être, de la valeur à l'équilibre, du réel au naturel, de la durée à la mémoire. Cet oubli est au cœur de la destination de l'économique à l'époque moderne.

L'inflation est l'expression du conflit interne du phénomène monétaire entre ce qui regarde vers l'être et la valeur, et ce qui est « embarqué » dans

la réalité, par l'action humaine de surcroît. Ce qui est « embarqué » dans la réalité (humaine, économique) l'est toujours sans limites ; ce qui regarde du côté de l'être et de la valeur regarde toujours dans le cadre d'une limite sans laquelle être et valeur ne pourraient être pensés durablement.

L'inflation est manifestation de la tension qui apparaît entre ces deux territoires, au sein même du phénomène monétaire.

L'inflation apparaît souvent quand l'action transformante du monde menée par le sujet économique prend le dessus et, littéralement, prend le pilotage de la monnaie, c'est-à-dire de la valeur. Les débats sur l'indépendance des banques centrales, sur la manipulation de la monnaie, ont leurs racines dans ce mouvement d'appropriation et, surtout, dans le processus qui conduit, d'une part, à disjoindre le lien ontologique existant entre la monnaie et le pilier conceptuel « être-valeur-équilibre » (les périodes d'inflation sont, toujours, des périodes de crise de la valeur, donc des valeurs) et, d'autre part et simultanément, à « indexer » (recréer un lien) monnaie et nouvel univers de valeurs, ces valeurs étant de pures visées du sujet économique sur le monde. Les liens entre monnaie et prix des actifs financiers sont essentiels parce que le marché financier est, à l'époque moderne, réceptacle/miroir/source de valeur et intermédiation absolue de l'action transformante du sujet dans/vers le monde, intermédiation qui, de proche en proche, prend la forme ferme de l'action elle-même. Le lieu de l'inflation change. L'inflation n'est plus dans le monde (prix des biens et services) impact à distance de l'action économique du sujet (économique). L'inflation est dans la sphère financière, sur le marché financier et en cela se rapproche de l'action humaine jusqu'à en être la simple extension. L'inflation s'insère dans le cœur de l'action et du circuit de la valeur, *i.e.* le marché. L'inflation revêt alors un caractère plus endogène.

Cette endogénéité même rend le travail de régulation par la banque centrale plus complexe car cette dernière et l'inflation se trouvent ensemble au cœur du marché. Les banques centrales peuvent alors entrer dans un régime monétaire d'asymétrie entre hausse et baisse des taux d'intérêt. Une appréciation excessive du prix des actifs financiers n'est pas considérée comme de l'inflation, une baisse excessive des mêmes prix est par contre assimilée à de la déflation réclamant une baisse des taux directeurs. L'absence d'inflation « classique » justifie d'agir de la sorte. Les politiques monétaires se laissent progressivement enfermer dans une crédibilité et une tranquillité paradoxales, qui pour une bonne part viennent du caractère endogène (*i.e.* dans le marché financier) de l'inflation et, donc, en quelque

sorte de la situation de juge/partie, pompier/pyromane de la banque centrale, elle-même partie prenante du marché. On voit les limites d'une mission de régulation (du prix des actifs) dans un tel contexte.

Il n'est pas exclu que les banques centrales s'engagent dans une nouvelle bataille de crédibilité, cette fois contre l'inflation du prix des actifs financiers. Rien n'est moins sûr car le marché financier, qui produit l'inflation du prix des actifs financiers, est, à l'époque moderne, la forme majeure institutionnelle d'intermédiation certes, mais aussi, de plus en plus, de production de la valeur et d'action du sujet, en assurant même, en quelque sorte, la régulation. Cette convergence, dans la même forme institutionnelle, de l'intermédiation (*i.e.* de l'action transformante du sujet dans le monde), de la fonction de réceptacle/abri de la valeur (on peut aller plus loin car le marché dit fondamentalement ce qui a de la valeur), enfin de la régulation (le marché écarte, sanctionne), cette convergence même ne peut qu'ouvrir un foyer de tensions avec l'institution monétaire qu'est la banque centrale. Cette tension est un des moteurs de la dynamique de l'économique contemporain, pour le meilleur et pour le pire.

L'inflation du prix des actifs loge dans une forme institutionnelle puissante de l'économique moderne, 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'efficacité du marché). Cela signifie un affrontement entre un marché puissant, dont la puissance est la capacité moderne de porter les signes et le sens de l'action de transformation du monde par le sujet (qui est création de la valeur), et, potentiellement, une forme institutionnelle « ancienne » qui peut faire prévaloir la nécessité et l'exigence d'un corps de concepts fondés sur la mesure et la norme, mais qui peut, elle-même, on l'a vu, être entraînée dans un schéma activiste de consentement à l'inflation du prix des actifs financiers.

Le marché, plus particulièrement le marché financier, est le lieu majeur d'échange et de confrontation des visées, anticipations et projections. De plus en plus, le marché remplace le sujet individuel ou collectif « humain » autant qu'il l'intermédie, et la finance devient la structure dominante de l'économique le plus contemporain parce que portant l'ensemble des visées d'action et constituant le noyau central de négativité sans laquelle ces projets ne pourraient voir le jour. Le début du nouveau siècle ouvre un face-à-face conflictuel au cœur du régime macro-financier de croissance

entre deux formes institutionnelles majeures, l'une assez traditionnelle (banque centrale), l'autre en extension de ses fonctions : le marché financier. L'autonomisation de la forme institutionnelle du marché (et, *in fine*, de la finance car le marché financier inclut la fonction de confiance) est un des aspects du régime de croissance et de l'époque moderne. Cette dynamique, et cela est vrai de tout régime macro-financier, est traversée de contradictions internes qui portent en elles les germes des crises du régime et des mutations vers un nouveau régime. Ainsi, l'inflation du prix des actifs financiers est une des formes essentielles du déséquilibre au sein du régime macro-financier analysé qui, dans son origine comme dans sa destination (*i.e.* sa résolution), se nourrit de la coexistence conflictuelle de formes institutionnelles majeures.

Les désordres monétaires nombreux qui traversent l'économie mondiale telle qu'elle est – la convention du dollar et l'absorption de billets verts jusqu'à plus soif en constituant de puissants ressorts – font implicitement référence à ce qui n'est jamais nommé expressément, *i.e.* un ordre monétaire. Depuis 1993, c'est sous l'interaction du déficit des paiements américains et des politiques de change fixe conduites par les banques centrales des pays émergents qu'augmente la monétisation de l'endettement public américain. Plus précisément, un axe États-Unis/Asie concentre le désordre des miracles, des bulles et des krachs. Le tournant moderne voit la diffusion puissante et progressive de l'action économique (celle du sujet économique) comme projection transformante et technique du sujet dans et vers le monde. Cette dynamique de l'appropriation consciente est, aussi, une ontologie du déséquilibre où la valeur émerge de l'action transformante du sujet, émerge de ce qui est sur le mode du n'être-pas (négativité). Cette mutation profonde de l'économique – qui finit par ne plus être identifié qu'avec cette ombre transformante du déséquilibre – recouvre un oubli fondamental des modes d'être de l'économique (équilibre, valeur, temps...) et, plus essentiellement, de ce qui « est » dans l'économique. L'ordre monétaire s'efface du pensé car, justement, ce qui est pensé, c'est l'action monétaire transformante et démiurgique. L'envahissement du réel et du financier par le désordre monétaire est un des enchaînements profondément nécessaires du tournant moderne.

En cela, ce qui intervient au tournant du siècle montre à la fois que toute crise individuelle est altération de ce qui est (valeur, temps, équilibre), mais, surtout, signale que le tournant moderne en fait, de plus en plus, le régime (inversé) normal de l'économique. Une crise est toujours et partout une forme particulière d'oubli de ce qui est.

## L'ÉCONOMIQUE

L'économique est à la fois objet de pensée et signe de la pensée elle-même. On veut dire par là que l'économique surgit en s'autonomisant à un moment clé, que nous avons appelé « tournant », disons « époque moderne ». Cette autonomie de l'économique « est » – la mutation de la pensée en science technique de l'action d'appropriation du monde par un sujet (économique), subjectivité-conscience émancipée. L'économique cesse d'être pensé à partir de ce qui « est » et se rend présent dans le « fait », l'événement, ou le « phénomène » économique.

En termes généalogiques, il s'agit de la « destination » moderne de l'économique comme mode fondamental de rapport au monde dans la pensée occidentale.

Le « tournant moderne », en mettant au centre le sujet (économique) et son projet de transformation du monde, modifie profondément la façon dont sont pensés le temps, la valeur, l'équilibre ou la monnaie. L'économique est de plus en plus pensé comme mode technique d'action et visée d'appropriation et de transformation, et l'économique est pensé comme une action de politique économique.

Parce qu'il est pensé comme action de projection vers le monde, l'économique moderne est sur le mode de ce qui est à venir et qui n'est pas encore. La négativité, nier le monde pour le transformer, est donc un concept essentiel. À cette pensée du déséquilibre et du non-être, où la projection du sujet détermine la valeur, continue de s'opposer une pensée pour laquelle les concepts fondamentaux de l'économique sont au contraire des modes d'être et le temps une fonction de la durée et de la mémoire, et où être, sujet (*homo economicus*) et monde forment une totalité.

L'économique attend d'être pensé par-delà le sujet et la domination exercée par ce dernier dans le rapport au monde, et qui a pris spécifiquement nom d'« économique » à l'ère moderne. Penser par-delà le sujet et sa nature totale et totalisante, penser pour, par et vers une totalité d'être où être, sujet et monde forment un tout et où l'économique est fondamentalement pensé à partir de « ce qui est », c'est-à-dire des modes ou modalités d'être que sont les concepts fondamentaux de l'économique. Ce chemin de refondation passe par une pensée attentive et patiente de l'économique moderne, et singulièrement de la finance, car il s'agit bien de tisser le lien qui va des faits, phénomènes, apparitions, discours et théories modernes vers ce qui a été oublié mais qui continue de laisser trace autour de nous.

Car penser authentiquement l'économique n'est pas penser « contre » la destination moderne mais au contraire « avec ».

L'émergence d'*homo economicus* comme conscience agissante et transformant le monde constitue un tournant : emballement (technique) d'une présence au monde purement agissante, domination transformatrice de la raison pratique dans l'établissement des rapports avec le monde, circularité (absurde) de la volonté qui se veut elle-même dans l'acte dit « économique », extrême difficulté à dire sinon à établir le sens des faits économiques dont l'ensemble fait monde, embarras effrayé devant l'accélération obsessionnelle de la visée agissante.

C'est parce qu'aux origines la valeur apparaît comme totalité (substance), plénitude (de soi) et être, que le sujet économique, lors de sa constitution au tournant de l'époque moderne en *homo economicus* et raison pratique, poursuit de sa visée (intentionnalité) totalisante le monde, cherchant la synthèse impossible entre sa capacité à se projeter et une forme d'être-en-soi ; en tout cas, en cherchant, par son action sur le monde, à accumuler, accroître (surplus), la valeur (économique) émergeant de cette accumulation même. Dans cette quête d'être (substance) et de surplus, progressivement émergent la figure et la structure d'un sujet (*homo economicus*) acteur mais, surtout, agi, poussé par la volonté qui se veut elle-même.

L'économique s'est transformé en pure méthodologie technique instrumentale de l'action, au prix d'une théorisation poussée, le keynésianisme parachevant la mutation de l'économique en politique de l'action économique. Ou plutôt, devrait-on dire que l'économique est le nom moderne que porte cette transformation même, qui a exilé le sens même de la visée qui l'anime. Cercle pur mais vide, la technique économique contemporaine, qui ne parvient à penser qu'en lien avec l'action, a perdu de vue les origines mêmes de cette destination vers l'action. Elle se trouve aussi dans l'impossibilité de fonder cette action tant qu'elle ne parvient pas à penser ses propres fondements – qui ne sont pas des concepts de l'action. Tant que ses fondements n'auront pas été pensés il sera aussi impossible de donner, littéralement, un sens, à cette action et donc une valeur morale (le désarroi contemporain quant au caractère immoral de l'économie n'est pas une surprise).

Car la pensée de l'économique n'est pas quelque chose d'économique. Et pourtant, il faut demander à l'économiste, où qu'il se tienne, cette exigence de pensée sans laquelle il n'est d'action authentique maîtrisée. Face au risque considérable de transformation de l'économique en pure technique de



l'action et de rupture du lien fondamental entre l'homme et le monde, il faut affirmer qu'un économiste ne saurait être seulement un plombier, même parmi les meilleurs.

## Libéralisme et « laisser-faire », la leçon de Turgot

ALAIN LAURENT

Qu'en deçà des « subprimes » elles-mêmes, l'une des causes premières des crises financière puis économique actuelles ait été l'action d'établissements semi-publics de crédit hypothécaire créés par le Welfare State américain afin d'étendre l'accès des couches modestes de la population à la propriété immobilière, cela ne fait aucun doute. C'était une politique sociale à hauts risques, à la merci du moindre retournement de conjoncture, et lourde d'effets pervers potentiels. Mais ce n'en est pas la cause, la seule cause : jamais rien n'est dû au jeu d'un facteur unique, idéologiquement privilégié, mais à une conjonction de facteurs (ceci valant aussi pour tous ceux qui profitent d'un désastre en partie provoqué par l'État providence pour incriminer uniquement le capitalisme et le laisser-faire).

Cependant, si, par sa politique sociale, l'État américain a mis en place les conditions suffisantes pour qu'une crise éclate, ce n'était pas là une cause fatale pour que surgisse une catastrophe d'une telle ampleur. Personne n'est contraint de céder aux tentations offertes par ce qui peut être indûment perçu comme une incitation (ce n'est pas parce que mon voisin n'a pas fermé sa porte à clé que je suis obligé d'aller le voler !). Il a fallu pour cela qu'interviennent d'autres facteurs, relevant de la responsabilité des agents à l'œuvre dans la haute finance. Que personne n'ait compris (ou voulu comprendre) à temps qu'une « bulle » s'était formée et n'en ait anticipé l'éclatement programmé, puisque bien entendu ça ne pouvait pas éternellement durer, est accablant pour les professionnels de la haute voltiqe financière et des agences de notation ayant failli à leur fonction de vigilance. Et que penser de ces capitalistes purs et durs qui se fourvoient

sur des chemins aventureux parce qu'ils se sentent couverts par la garantie ultime d'un État... qu'ils accusent par ailleurs d'avoir été trop laxiste par sa politique de crédit facile ? D'aucuns n'auraient-ils pas d'ailleurs tellement flairé là la bonne aubaine qu'ils auraient poussé à la roue pour en tirer profit sans risque excessif ? Et la crise aurait-elle pris ce tour paroxystique et se serait-elle propagée à ce point si des petits sorciers financiers n'avaient imaginé de dissimuler des crédits hypothécaires hasardeux dans une titrisation si sophistiquée que même des experts confirmés n'y comprenaient plus rien, qui a en disséminé partout dans le monde les effets désastreux ? De quoi s'interroger sur la compétence, et surtout le respect de la confiance cher au capitalisme ou le sens de la responsabilité chez les intéressés...

En combinant la référence à un processus multifactoriel et l'irresponsabilité partagée des acteurs étatiques et privés, la réinterprétation de ce qui vient de se passer ne peut manquer de faire place à la rapacité inextinguible et à la cupidité effrénée (la « chrématistique » d'Aristote) de certains acteurs surtout en compétition pour des rémunérations extravagantes, croyant avoir enfin découvert la martingale magique, emportés par *l'ubris* – cette griserie et cette inclination à la démesure qui s'emparent d'esprits convaincus que leur génie les exonère des règles ordinaires de la prudence et qu'à eux tout est possible et tout est permis. Tout semble bel et bien s'être passé comme si une petite caste arrogante s'était enfermée dans la pire des « bulles » : celle qui isole du réel et déconnecte de ses contraintes et limites, et fait perdre le sens le plus élémentaire de la rationalité et de la responsabilité personnelle. Et comme si ces « élus » s'étaient comportés en prédateurs et exploiters du capitalisme à leur profit exclusif, donnant ainsi naissance à une sorte de chancre ou à une prolifération de cellules cancéreuses n'ayant plus rien à voir avec le libre jeu financier servant le capitalisme entrepreneurial, dont ils ont dérégulé l'autorégulation.

Que, dans une nouvelle version de l'aveuglement volontaire, les adeptes du libéralisme « économique » n'aient rien vu venir, ne se soient pas alarmés de ce détournement de leurs idées et n'en tirent guère les enseignements inévitables est pour le moins problématique. Il n'y a aucun déshonneur, tout au contraire, à s'affranchir d'un certain dénégationisme (« c'est la faute à l'État ! ») pour reconnaître une faille dans le système, qui le rend trop vulnérable aux passions destructrices – un désaveu de Mandeville. Le libéralisme n'est ni une « science » apodictique qui aurait définitivement tout compris et coulé ses pratiques dans le bronze, ni encore moins une religion dont on pourrait se contenter de psalmodier le credo. Comme tout ce qui est humain, trop humain, il est susceptible d'être perverti par

l'idéologisation qui écarte d'avance toute critique et les vertus d'une saine autocritique à la lumière de l'expérience. Ainsi que Revel le notait, « le libéralisme n'a jamais été une idéologie [...] ni un dogme invariable et indifférent au cours des choses<sup>1</sup> ».

De fait, c'est le principe même d'autorégulation du capitalisme de libre marché qui est en cause et, à travers lui, le laisser-faire, ou du moins la portée à lui donner. Un problème qui ne peut être abordé sans procéder à deux considérations liminaires. Tout d'abord, se défaire de l'erreur consistant à identifier dérégulation et déréglementation (souvent due à une mauvaise traduction du terme anglais « regulation ») : supprimer les réglementations intrusives et excessives ne revient pas à chasser toute règle ou régulation. Ensuite prendre en compte que pratiquement jamais aucun théoricien de la libre économie de marché n'a soutenu l'idée d'une autorégulation totalement spontanée ou d'un laisser-faire débridé. Hayek lui-même jugeait que « rien n'a sans doute autant nui à la cause libérale que l'insistance butée de certains libéraux sur certains principes massifs, comme avant tout la règle du laisser-faire [...] Il est important de ne pas confondre l'opposition [au] planisme avec une attitude de laisser-faire dogmatique [...]. Le terme "laisser-faire" est extrêmement ambigu et ne sert qu'à déformer les principes sur lesquels repose la politique libérale<sup>2</sup> ». Quant à Mises, pourtant réputé « ultra », il précisait que « laisser faire ne signifie pas : laissez agir des forces mécaniques sans âme. Il signifie : permettez à chaque individu de choisir comment il veut coopérer dans la division sociale du travail ; permettez aux consommateurs de déterminer ce que les entrepreneurs doivent produire<sup>3</sup> ». Dans la perspective libérale classique, l'autorégulation du marché s'opère certes par la libre concurrence mais, comme le laisser-faire, elle est réglée par un solide cadre juridique institutionnel renforcé par l'État de droit. Et elle présuppose que les acteurs jouent le jeu, en demeurant volontairement soumis à des règles cette fois-ci comportementales, issues d'un éthos de confiance et d'une capacité raisonnée d'appréhension du réel. De même que la meilleure des constitutions politiques ne vaut rien sans les « mœurs », le meilleur des systèmes économiques (mais le libéralisme n'est-il pas plutôt le moins

1. REVEL J.-F., *La Grande Parade. Essai sur la survie de l'utopie socialiste*, Plon – Olivier Orban, 2000.

2. HAYEK F. A., *La Route de la servitude*, PUF, 2005.

3. VON MISES L., *L'Action humaine, traité d'économie*, PUF, 1985.

mauvais des systèmes connus ?) s'autodétruit si ses acteurs ignorent la pratique des vertus qui ont permis son émergence.

Mais, puisqu'il s'agit de ce laisser-faire dont tout le monde désormais annonce et veut la fin, ne convient-il pas maintenant de se retourner vers... le grand Turgot, le père fondateur du libéralisme en France, et qui en a historiquement été le premier théoricien explicite bien que des plus cursifs, et actif promoteur lorsqu'il fut aux affaires en tant que contrôleur général des finances entre 1774 et 1776 ? Tout en se référant approuvativement à son mentor Gournay répétant « le mot de M. Le Gendre à M. Colbert : laissez-nous faire<sup>1</sup> », Turgot recourt volontiers lui-même à l'expression en recommandant au sujet de tous les individus dans certaines conditions : « Laissez-les faire : voilà le grand, l'unique principe » (article « Fondation » de *L'Encyclopédie*<sup>2</sup>). Ayant, à la différence des physiocrates comme Quesnay, précocement compris que l'avenir d'une économie prospère et bénéfique à tous se jouerait dans la symbiose de la dynamique entrepreneuriale et de l'industrie secondée par la finance, il soutenait que la poursuite des intérêts particuliers génère le bien public et s'accorde à l'intérêt général pourvu qu'elle soit ouverte aux légitimes intérêts des autres et ancrée dans le respect du droit de propriété. Mais l'attentive lecture de ses textes datant de la période où il est au pouvoir le montre tout à fait conscient du fait que la « cupidité » (*Arrêt sur la liberté du commerce des grains*, 1774), l'« avidité » (*Édit de suppression des jurandes*, 1776) et parfois même la « finance » (*id.*) peuvent tout perturber lorsqu'elles sont au service d'intérêts particuliers clos sur eux-mêmes « au préjudice (des intérêts) de la société générale » (1774) ou trop empressées à utiliser à leur seul profit les défaillances de l'État. Dans le *Mémoire sur les municipalités* (dont il a rédigé le premier jet en 1775), il rappelle que le souverain a pu être trompé « par des intérêts particuliers tout-puissants » et déplore même que, trop souvent, l'individu « n'est occupé que de son intérêt particulier exclusif ». Peut-on être plus lucide envers les perversions possibles de l'intérêt personnel, certes le meilleur moteur qui soit de l'activité productrice, mais à tout de même surveiller de près ? Lorsqu'il arrive que la poursuite de ces intérêts s'emballe dans une spirale infernale et/ou se coagule dans une excroissance nuisible aux intérêts des autres acteurs, n'est-on pas alors en présence de

1. TURGOT A R J., « Éloge de Vincent de Gournay », *Mercur*, 1759.

2. LE ROND D'ALEMBERT J., DIDEROT D., *L'Encyclopédie ou Dictionnaire raisonné des sciences, des arts et des métiers*, 1751-1772.

l'un de ces « obstacles » que le gouvernement « doit se proposer d'écartier » puisque selon Turgot tel est son principal objet à côté de « la protection du droit des particuliers » ?

Enfin, dans le projet global de réformes pensé et proposé par l'auteur des *Réflexions sur la formation et la distribution des richesses*, la libéralisation du commerce et du travail n'est qu'un aspect parmi d'autres. Ce sont des moyens au service d'une fin plus ambitieuse visant le bien de tous (consommateurs et travailleurs), qui se tient dans l'accès généralisé à la liberté d'action assise sur leur droit naturel de propriété. Et le contrôleur général des finances était fort attentif à ce que les plus humbles puissent aussi en bénéficier...

Là réside l'opportune leçon de Turgot, toujours valide dans son esprit quand bien même il faudrait en réactualiser les modalités d'inscription dans la réalité sociale en fonction d'un contexte nouveau. Libre marché et laisser-faire ne sont que les instruments les plus performants, mais pragmatiquement améliorables et pas les seuls, d'un libéralisme qui a pour fin majeure – retour aux fondamentaux – la liberté individuelle de choix dans les champs les plus concrets de la vie courante : liberté de s'assurer comme on veut contre la maladie et le chômage, de fixer contractuellement la durée de son travail, de préparer et prendre sa retraite, de donner l'éducation qu'on juge la meilleure à ses enfants, de disposer des revenus de son travail sans être soumis à la spoliation fiscale, d'entreprendre sans être entravé par une sur-réglementation, de déterminer sa propre manière d'être solidaire, et de s'auto-organiser afin de pouvoir vivre en paix si la puissance publique se révèle défaillante. Bref, d'exercer pleinement sa responsabilité personnelle sans tutelle intrusive et contre-productive – sous la protection de l'État de droit et le déploiement de stratégies visant à offrir sa plus grande chance de réussite par ses propres efforts à chacun.

Et puis, il faut ajouter ceci : s'il convient de requestionner le bien-fondé de certains postulats classiques du libéralisme (l'individu toujours bon juge de son propre intérêt ; le bien général procédant nécessairement et spontanément de la libre poursuite des intérêts particuliers non violents...), s'ensuit-il que les politiques soient mieux placés que d'autres pour instaurer une meilleure régulation comme on voudrait tant le faire accroire en proclamant qu'il faut « refonder le capitalisme » et que le moment est venu du « retour de l'État » ? Turgot et bien d'autres à sa suite l'avaient bien pointé : dirigeants politiques et grand commis de l'État ne sont pas d'une extraction surnaturelle qui les rendrait mieux aptes que quiconque à discerner l'intérêt

général. Eux aussi, tout en se parant de vertu et de l'onction électorale, cherchent à satisfaire leurs intérêts particuliers (clientélistes, idéologiques, et « humains, trop humains » dans la griserie et la défense des positions de pouvoir ou des privilèges et prébendes qui y sont liés...). Rien ne prouve qu'ils disposent des compétences surhumaines qu'il faudrait avoir pour prétendre « réguler » l'ordre hypercomplexe du marché. L'endettement public faramineux qu'ils vont maintenant léguer aux prochaines générations est lourd de nouvelles menaces et d'effets pervers. On devrait pourtant l'avoir compris : le retour du dirigisme est hors sujet. L'indispensable capitalisme ne se refonde pas par décret et en cénacles, si tant est qu'il faille le « refonder » et non pas plutôt le laisser se refonder lui-même par l'auto-critique agissante. Les remèdes étatistes actuellement concoctés ont toute (mal)chance d'être pires que le mal qu'ils prétendent guérir.

Mais il n'en demeure pas moins qu'au moment où l'on pouvait croire la partie définitivement gagnée pour le capitalisme libéral, ce que les antilibéraux de l'altermondialisme et du néo-collectivisme n'avaient pas réussi à obtenir, certains acteurs dévoyés du libre marché financier le leur ont apporté sur un plateau d'argent : déclencher une crise dommageable à tous, et discréditer pour longtemps le libéralisme en général. Divine surprise ! Pour les libéraux qui n'ont pas perdu le sens du réel et de la mesure, l'urgence donc est grande de relever le défi, de faire le ménage eux-mêmes sans rien renier de leurs principes cardinaux pour au contraire les mieux servir – et faire échec à la restauration de l'interventionnisme. Vaste programme, qui eut sans nul doute stimulé Turgot...

*Regard de la psychanalyse et de la psychologie*

## Macropsychanalyse de la crise financière

VIVIEN LÉVY-GARBOUA  
GÉRARD MAAREK

### APRÈS SEPT MOIS : MARS 2008

La crise financière qui a éclaté en août 2007, la « crise du *subprime* », se prête à une interprétation économique simple et plutôt convaincante. Mais, comme à chaque fois qu'une bulle éclate, on est amené à se demander comment pareils excès ont été possibles et pourquoi, s'ils sont si bien analysés et qu'ils étaient si prévisibles, il ne s'est trouvé personne pour les éviter. La crise dure depuis sept à huit mois, et les économistes s'emploient maintenant à donner les raisons qui en retardent autant l'issue. Leur démonstration n'est pas moins pertinente.

L'objectif ici est d'examiner les crises financières d'un point de vue différent, non pas concurrent mais complémentaire : celui qu'adopterait un observateur extérieur qui traiterait analystes, économistes, et autres commentateurs, comme des protagonistes du drame, et qui s'intéresserait non à l'évolution des variables économiques et financières, mais aux états psychologiques que traversent les acteurs. On espère ainsi saisir les traits communs à toutes les crises financières et les spécificités de celle que nous vivons.

Nous avons préconisé cette approche dans un ouvrage récent (Levy-Garboua, Maarek, 2007), sous le label de *macropsychanalyse*. Elle tente d'éclairer les phénomènes sociaux, en faisant l'hypothèse que, comme les individus, les « groupes structurés » ont un psychisme collectif, et que les concepts de la psychanalyse peuvent être – moyennant quelques adaptations – transposés à ces groupes.



## La communauté financière, comme groupe structuré

Le merveilleux livre de Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes* (1971), offre une description des cycles financiers, où il use abondamment du vocabulaire de la psychologie. Le titre de l'ouvrage comme le nom des cinq phases qu'il distingue (le déplacement, le boom, l'euphorie, la détresse financière et le krach) en témoignent. Il le fait sous forme de métaphores. Son souci est davantage celui de la précision historique que de la cohérence théorique.

On peut donner une explication plus ordonnée des mêmes phénomènes en appliquant notre grille de lecture, la macropsychanalyse, à un « groupe structuré » particulier, celui que l'on baptise usuellement du terme de « communauté financière internationale » (CFI). Ce groupe est bien sûr très vaste, mais il est pérenne, au-delà des personnes particulières qui en font partie à un moment donné. On y trouve tous les grands acteurs de la finance, banquiers centraux et dirigeants des banques commerciales, intermédiaires et investisseurs, hommes de presse, chercheurs et enseignants, poursuivant chacun un objectif spécifique, mais œuvrant au fonctionnement de l'ensemble. Ces individus sont parfaitement conscients de leur appartenance à une communauté d'intérêts et de destin. Le terme même de CFI est révélateur à cet égard.

Regardons ce groupe comme un être vivant, doté d'un psychisme collectif. Alors, comme nous l'avons montré dans l'ouvrage déjà cité, il peut s'organiser autour de quatre instances fonctionnelles :

- ▶ le *Producteur/ça* (par analogie avec le ça de Freud) constitué par la masse des acteurs de la communauté financière : guichetiers, responsables d'agence, commerciaux, *traders*, analystes, hommes de *middle office* et de *back office*, etc. Ils sont la force vitale de cet ensemble, ils innovent, ils recherchent sans cesse le profit et l'excitation du risque ;
- ▶ le *Prince/moi* (par analogie avec le moi de la psychanalyse) qui cherche à canaliser la créativité, l'ambition et l'avidité du Producteur et fait en sorte que la satisfaction de ses pulsions soit socialement acceptable et compatible avec la réalité du monde extérieur. Au niveau de chacun des établissements, c'est la tâche du PDG et de ses collaborateurs que d'assurer ainsi la pérennité de leur maison. Au niveau supérieur, le Prince est constitué par les dirigeants des grandes banques centrales. Longtemps Alan Greenspan a assumé ce leadership. Aujourd'hui, Ben Bernanke et Jean-Claude Trichet représentent le mieux ces patrons de la CFI. Leur objectif : une inflation maîtrisée, une croissance régulière, la stabilité des institutions et des marchés ;

- ▶ le *Prêtre/surmoi* est celui qui dit la loi, celle qui a été intériorisée par le groupe comme résultante de son histoire. Il est le gardien des valeurs et veille au respect des interdits. Dans la communauté financière internationale, les régulateurs, y compris les banques centrales dans leur fonction d'*enforcement*, jouent ce rôle. Mais peuvent s'y adjoindre des acteurs plus symboliques, représentant l'autorité « paternelle », porteurs de l'éthique de la profession. Ils sont la « conscience » de la communauté. Warren Buffet en est le modèle le plus accompli ;
- ▶ le *Professeur* enfin (qui n'a pas d'équivalent dans la métapsychologie de Freud) propose au groupe une interprétation de la réalité extérieure. Les économistes et les théoriciens de la finance sont représentatifs de cette instance. Ils scrutent sans relâche l'état des marchés et s'inquiètent de leur interaction avec le reste de l'économie.

## Les stades du cycle financier

Armé de ces catégories, on peut maintenant décrire le cycle financier typique, à partir de trois ingrédients : un choc initial, un objet de désir, et une croyance collective.

Le *choc initial* varie selon les circonstances. Il consiste dans un changement rapide de l'environnement extérieur. Dans le cas de la bulle des années 1996-2000, c'est clairement la révolution technologique de l'Internet. S'agissant de la crise de 2007-2008, la globalisation financière a constitué le traumatisme de départ. Le dater est mal aisé. Mais il est sûr qu'au début des années 2000, c'est un processus achevé touchant tous les pays et tous les marchés, pouvant ainsi produire son plein effet.

L'*objet du désir* est plus facile à pointer<sup>1</sup>. À la fin du siècle dernier, la passion était celle des titres « dot.com », qui ont fait rêver les grands patrons, les particuliers et la communauté financière tout autant. Un véritable eldorado de liberté, de créativité et de rêve s'ouvrait à tous. En 2007, les désirs sont plus banals. Ils se portent sur la pierre et l'accession à la propriété. Un véhicule financier particulier, le crédit *subprime*, semble réunir toutes les vertus : un fort rendement pour un risque faible. La titrisation rend sa diffusion possible à toute la planète financière.

---

1. La notion d'objet a un sens très particulier en psychanalyse. Cf. LÉVY-GARBOUA V., MAAREK G., *Macropsychanalyse, l'économie de l'inconscient*, PUF, 2007, p. 31.

Une  *croyance collective*  est indispensable pour entretenir la bulle en la dissimulant aux yeux des acteurs. C'est un discours qui rationalise l'engouement pour l'objet du désir et permet de le prolonger contre toute évidence. Par exemple, au cours de la bulle Internet, le thème dominant était celui de la « nouvelle économie ». Un changement de paradigme était en cours, disait-on, engendré par l'effet de réseau. Le nombre de clics devenait un indicateur de rentabilité financière, préférable à la valeur actualisée des revenus futurs.

Avant l'été 2007, le discours est celui de la globalisation économique et financière, de la poussée inéluctable des BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine) et de la baisse durable des taux d'intérêt, dans un monde où l'inflation des prix a été chassée par la concurrence accrue des pays émergents, à faible coût de main-d'œuvre. Les risques macro-économiques comme les risques de marchés paraissent bien maîtrisés.

Le cycle financier est un processus de révision de la croyance, les acteurs passant par une succession d'états psychiques.

- a) Dans une première phase, que nous appelons la  *phase maniaque* , les informations qui arrivent à la communauté financière confortent la croyance. Sa vraisemblance est sans doute surestimée et la confiance se propage, excessive. Les Producteurs en profitent. Le Prince est complice, le Prêtre voit ses convictions ébranlées par cette nouvelle croyance et il est incapable (ou n'a pas d'argument pour le faire) de tempérer les ardeurs. Songeons au Greenspan de l'« exubérance irrationnelle » (1996) converti tardivement au nouveau paradigme (1999). Les prix montent, celui des titres Internet ou celui de l'immobilier, sur la base de cette croyance et de sa validation implicite par le Prêtre et le Professeur...
- b) La deuxième phase est celle de l' *assimilation* . Des informations viennent peu à peu contredire la croyance. Mais les Producteurs, tout entiers enchaînés à leur passion du moment, les censurent. Le Prince et le Prêtre minimisent la portée de ces nouvelles. C'est une phase de  *déni* , comme celle que connaissent les psychotiques lorsqu'ils se coupent du réel en lui substituant leur propre subjectivité. En général, les Professeurs mettent en garde contre cette illusion, mais il s'en trouve toujours pour défendre la croyance, et ce sont eux que l'on écoute.
- c) La phase d' *adaptation/accommodation*  est déclenchée par une prise de conscience brutale. En mars 2000, ce sont les mauvais résultats de sociétés technologiques ; en juin 2007, c'est le sauvetage par Bear Stearns de trois de ses  *hedge funds* . L'investisseur abandonne la croyance pour un nouveau

schéma explicatif. La panique qui s'empare de lui est amplifiée par un fort sentiment de culpabilité, sourd dans un premier temps, puis de plus en plus explicite et concret. Les acteurs/Producteurs essaient de se disculper et partent à la recherche de *boucs émissaires*. En 2000 étaient tout désignés les commissaires aux comptes négligents, les analystes *sell-side* et leurs préconisations hasardeuses. En 2008, ce sont les agences de notation et leur manque de rigueur méthodologique. Les Princes des grandes institutions (les PDG des banques comme les banquiers centraux) sont la cible de critiques virulentes et se voient quelquefois congédiés. Aujourd'hui, nous sommes au milieu du gué : la dépression s'installe, au double sens du terme (économique et psychanalytique). Au cours de cette phase « névrotique », le ça et le moi sont culpabilisés par un surmoi redevenu puissant et autoritaire, et qui est désormais en mesure d'imposer sa loi. S'installe quelquefois « un mode de pensée que caractérisent notamment la rumination mentale, le doute, les scrupules, et qui aboutit à des inhibitions de la pensée et de l'action » (Laplanche et Pontalis, 2002, p. 284). L'obsession de la liquidité et la méfiance généralisée, qui ont paralysé le marché interbancaire cet hiver, peuvent s'interpréter en ces termes.

d) La *normalisation* vient enfin, pour que le cycle puisse reprendre. Elle passe par la « cure » psychanalytique, c'est-à-dire une entreprise de dévoilement des pulsions refoulées qui ont conduit au désastre : la jouissance sadique à s'approprier l'objet désiré, la volonté de « triompher des forces secrètes du temps et de l'ignorance de l'avenir » (J.M. Keynes). Ayant repris le chemin de l'humilité, la communauté financière est en demande de plus de régulation pour se protéger contre ses propres tentations. Le Prêtre, le corps social accordent leur pardon, puis oublient.

Mais la *compulsion de répétition* est à l'œuvre. Vient un moment où dans les failles de la loi apparaît un nouveau paradigme, un nouvel objet de désir et une nouvelle croyance pour les justifier. La ronde continue...

### La crise du *subprime* : une perte de repères

Nous pensons que cet enchaînement est très général et s'observe dans toutes les bulles financières. Mais, s'il nous paraît rendre compte de manière saisissante de l'épisode Internet, il n'explique pas complètement ce qui est à l'œuvre aujourd'hui. Circonscrite au départ à l'immobilier et aux crédits *subprime*, la crise actuelle paraît devoir ébranler deux piliers de la finance moderne : la maîtrise du hasard par le calcul des probabilités et le modèle de la « banque éclatée ».

La valorisation des produits complexes est en procès pour plusieurs raisons. Parfois, elle se fonde sur des données fausses ou mal interprétées, comme ce fut le cas avec les notations des agences de rating (un AAA de fonds *subprime* n'a, en dépit des apparences, pas grand-chose à voir avec le même AAA appliqué à des obligations d'État !). Ou bien, en l'absence de prix de marché observables, elle se base sur des modèles nourris d'hypothèses mal vérifiées en période de crise : des variables, d'habitude peu corrélées, peuvent devenir covariantes ; l'hypothèse de normalité néglige les événements « rares » qui, précisément, sont caractéristiques des périodes de fortes turbulences.

En utilisant le vocabulaire de la macropsychanalyse, on dira ici que deux instances ont failli. D'une part, le Professeur n'a peut-être pas fourni les bons outils d'analyse et a induit la communauté financière en erreur. D'autre part, le Prince a eu tort d'accorder une trop grande confiance à des modèles, toujours susceptibles de diverger. Passe encore lorsque la modélisation porte sur les propriétés stochastiques des prix et des rendements. Mais lorsque la valorisation d'un actif est le résultat d'une formule mathématique, en l'absence de marché organisé, le risque est grand de perdre tout contact avec la réalité extérieure. Or cette pratique s'est généralisée avec le développement de produits de plus en plus complexes, vendus de gré à gré et en séries limitées. Enfermée dans son monde intérieur, la communauté financière a développé ainsi un syndrome psychotique, jusqu'au moment où le réel, en l'espèce les déboires du marché immobilier américain, l'a ramenée sur terre. L'atterrissage s'avère très douloureux. *L'accommodation*, le *déni du réel*, évoqués plus haut, sont devenus consubstantiels de la finance contemporaine.

## La crise du *subprime* : la banque éclatée en question

La titrisation des crédits, c'est-à-dire la séparation entre production et distribution, fait que des produits « toxiques » (les mauvais crédits) se sont retrouvés éparpillés dans de très nombreux portefeuilles, principalement ceux de *hedge funds* et d'OPCVM monétaires. Ils sont découpés en tranches en fonction des priorités de remboursement. Ils servent de sous-jacents à des produits dérivés (CDO 2 et 3, etc.), et sont parfois logés dans des « conduits » destinés à tirer parti au maximum du levier d'endettement ou, plus prosaïquement, à « parquer » les titres qui n'ont pu être distribués aux investisseurs finaux. Cette situation peut s'interpréter, dans le langage de la psychanalyse, à l'aide du concept de « clivage ».

Le clivage est l'une des figures essentielles de défense du psychisme contre les objets ou les situations désagréables. Il prend la forme de *clivage d'objet* et de *clivage du moi*. Le clivage de l'objet consiste à séparer l'objet du désir entre un bon et un mauvais objet (typiquement la bonne et la mauvaise mère pour un nouveau-né). Or tout produit financier a cette double caractéristique d'être bon et mauvais à la fois, de proposer un rendement (le bon) en contrepartie d'un risque (le mauvais). Les crédits *subprime* avaient à la fois une image innovante, voire sociale, puisqu'ils faisaient accéder à la propriété des ménages pauvres et une face sombre, correspondant à une prise de risque mal maîtrisée.

Le clivage de l'objet s'accompagne en général d'un clivage du moi. Alors que, dans le refoulement, le moi repousse dans l'inconscient la sensation désagréable ou la représentation de l'objet toxique, dans le clivage, le moi laisse coexister les deux parties, mais en les isolant l'une de l'autre, chacune en relation avec une partie de lui-même (les deux parties du moi clivé), qui s'ignorent : la main gauche ne sait pas ce que fait la main droite. Il y a un moi qui sait et un moi qui ne veut pas savoir.

Ce phénomène se joue à plusieurs niveaux, celui des banques comme celui de la communauté financière tout entière.

### *L'étage des banques*

Dans les banques, la recherche d'efficacité, rendue possible par les systèmes informatiques, les moyens de communication instantanés et à longue distance, a conduit à une plus grande spécialisation. Cette spécialisation est spectaculaire dans deux secteurs de l'organisation :

- ▶ la production et la distribution s'autonomisent, du côté des crédits (c'est la titrisation), mais aussi au passif, avec la séparation entre gestion et distribution de produits d'épargne ; l'architecture ouverte se substitue aux gestions « propriétaires » dans les grands établissements ;
- ▶ la vente et le contrôle deviennent indépendants. Les vendeurs sont évalués exclusivement sur leurs performances commerciales ; les contrôleurs de gestion, les auditeurs sont constitués en équipes distinctes, ayant une certaine autonomie vis-à-vis des *front offices*. Ils sont chargés d'apprécier la qualité des risques, la bonne facture des opérations et le respect des règles.

Cette spécialisation conduit, dans les établissements, à la constitution de lignes hiérarchiques indépendantes, de « silos » dans l'organigramme, c'est-à-dire d'entités qui travaillent en parallèle et qui, soit se parlent peu, soit ne s'entendent pas... dans les deux sens du terme. Dans ce contexte,

les vendeurs ont deux supériorités : d'une part, ce sont eux qui font « vivre » la banque (à court terme en tout cas), qui génèrent les revenus, alors que les contrôleurs/hommes du risque apparaissent comme des freins au développement ; d'autre part, ils sont très bien rémunérés, ce qui les place assez haut dans la hiérarchie sociale de l'entreprise. Cette situation résulte davantage du rôle déterminant de cette ressource humaine dans la compétition que d'un aveuglement particulier à tel ou tel établissement. Quiconque viendrait à s'en écarter perdrait ses meilleurs éléments dans la vente et, de là, des parts de marché.

La constitution de filières séparées accompagne donc le clivage des objets, jusqu'au moment où un arbitrage devient nécessaire : le « Prince », en l'occurrence un comité de crédit du siège ou le comité exécutif, doit décider en dernier ressort. C'est le moment où l'ensemble des « pulsions » de la banque, qu'elles émanent des vendeurs ou des contrôleurs de risque, doivent être confrontées au principe de réalité et être transformées en actions concrètes, en décisions, ou au contraire refoulées.

Interviennent alors deux caractéristiques qui vont pousser à une décision plutôt favorable au vendeur. Dans un premier temps, le clivage du moi perdure, la banque ne souhaite pas trancher. Le choix est douloureux et angoissant. Car elle ignore ce que sera le comportement des concurrents et craint d'être pénalisée par une attitude trop frileuse. C'est ce que Chuck Prince, le PDG de Citigroup au moment de la crise du *subprime*, a résumé dans cette phrase aussi pertinente que pathétique : il faut « danser, tant que l'orchestre joue ». Bien entendu, dans une telle circonstance, le Prêtre/surmoi a un rôle à jouer. S'il est faible (et il tend à être faible dans les périodes de forte activité, qu'elles soient « maniaque » ou d'« assimilation »), il ne pourra s'opposer à la force des vendeurs en cas de désaccord avec les contrôleurs. L'aléa moral (*moral hazard*) joue alors à plein.

### *L'étage de la communauté financière*

La même séquence se joue dans la communauté financière prise dans son ensemble, vue comme un groupe structuré de niveau supérieur.

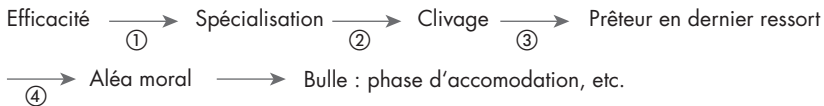
La recherche d'efficacité a conduit, ici aussi, à la constitution d'acteurs spécialisés, ayant des statuts divers et plus ou moins soumis au contrôle des régulateurs. Le marché hypothécaire américain est l'archétype de cette profusion de structures spécialisées, dont certaines résultent de la bonne division du travail (au sens d'Adam Smith) et d'autres sont plus artificielles. En temps normal, la coordination entre elles se fait par le système de prix

(de taux de change ou d'intérêt et de *spreads* principalement) qui, s'il fonctionne bien, assure une bonne allocation des risques entre les agents économiques. Dans une bulle, en revanche, une trop faible prise en compte du risque aboutit à un excès d'endettement et, simultanément, à l'accumulation, sans états d'âme, de papiers « garantis par le béton de l'immobilier » dans des portefeuilles « tiltés ».

Lorsque survient la crise, les effets de cette mauvaise coordination par les prix (l'équivalent d'un clivage de la communauté financière) remontent vers les banques centrales, lesquelles vont chercher à résoudre des conflits découlant de décisions incompatibles. C'est, dans l'affaire Northern Rock, le trio de la FSA (le régulateur), du Trésor (l'État) et de la Banque centrale (le « prêteur en dernier ressort ») qui doit trancher. Le Prince est clairement écartelé : Mervyn King, dans le rôle du surmoi, est pour la fermeté, tandis que le Trésor incarne le principe de la réalité. On ne peut, voulant sanctionner une seule banque, ruiner des milliers d'épargnants. L'image des queues des déposants venant retirer leur argent aux guichets est socialement et politiquement insoutenable. Mais comme il est déjà trop tard, le surmoi est affaibli : la FSA est un bouc émissaire idéal, accusé d'avoir laissé se dégrader la situation. L'aléa moral joue, malgré les intentions et les promesses de ne pas y céder.

Le même scénario se reproduit dans les banques centrales, en Europe et aux États-Unis : les Princes de la communauté financière sont obligés, malgré leur volonté affichée, de faire jouer le « put Greenspan » : refinancement massif, baisse des taux d'intérêt et validation des excès antérieurs.

Au total, on a bien un enchaînement caractéristique de la bulle :



### L'enchaînement de la bulle

## Et maintenant ?

La macropsychanalyse est un outil de suivi de la crise financière sans ambition normative : les affects exprimés par les acteurs, à travers leurs déclarations et leurs décisions, fournissent des indications précieuses, qui viennent compléter l'analyse économique usuelle.



En ce printemps 2008, la phase de normalisation est seulement amorcée. Le « pardon » du surmoi, c'est-à-dire des banques centrales et des régulateurs, est acquis, comme l'a montré le sauvetage spectaculaire de Bear Stearns. Cependant la « cure » est loin d'être achevée.

L'étendue de la crise est incertaine. Si elle doit aboutir à la destruction d'une fraction significative des fonds propres des banques (notamment américaines), alors la baisse des taux d'intérêt sera insuffisante pour sauver le système financier de la paralysie. Une recapitalisation massive et rapide sera nécessaire. L'apport d'argent frais pourra-t-il être seulement le fait du marché, de fonds souverains étrangers craintifs ou indésirables, ou bien le Trésor public, c'est-à-dire le contribuable, devra-t-il mettre la main à la poche ? On n'évitera pas une réforme de la régulation bancaire, visant à colmater les brèches apparues à l'occasion de cette crise. Toutes ces questions viendront nourrir le débat pendant les prochains mois.

Comme les précédentes, cette crise sera surmontée. Pour autant, on peut craindre que la tendance à la schizophrénie (le clivage) des acteurs, mal endémique de la finance moderne, ne persiste et ne fasse tôt ou tard sentir ses effets à l'occasion d'un prochain épisode spéculatif, qui aura su trouver de nouvelles failles dans le dispositif réglementaire...

## *POST-SCRIPTUM* : DÉCEMBRE 2008

Ce texte a été écrit il y a près d'un an. Le chaos qui s'est installé depuis dans la finance reflète celui qui s'est emparé des esprits : la pertinence d'une approche faisant une place aux variables psychologiques se trouve confortée. Comment interpréter les événements récents ? Et quelles évolutions entrevoir à moyen terme ? C'est à ces questions que tente de répondre ce post-scriptum.

### Ce qui s'est passé

Au-delà de l'inévitable contagion macro-économique, l'année 2008 aura été marquée par trois développements majeurs :

- ▶ l'irruption des États dans le processus de sauvetage du système financier. La Communauté financière internationale (CFI en abrégé) a pris conscience qu'elle ne s'en sortira pas toute seule et qu'elle doit accepter d'être mise sous la tutelle de l'État, c'est-à-dire d'un acteur qui la « surplombe », doté d'un psychisme collectif différent du sien, celui du

corps politique des pays concernés. Elle est dans la situation d'un individu malade, dont l'état physique et mental est suffisamment grave pour qu'il se décide enfin à « consulter » ;

- la faillite de Lehman Brothers, le 14 septembre 2008, l'une des cinq grandes *investment banks* de Wall Street, dont tout le monde considérait qu'elle était « *too big to fail* », est une seconde rupture. Les dirigeants de Lehman manifestant des velléités de résistance, c'est-à-dire refusant d'être hospitalisés en urgence, le gouvernement américain les sanctionne. Car le prêteur en dernier ressort n'est plus seulement la Federal Reserve, acteur de la CFI, mais le Trésor (c'est-à-dire les contribuables/électeurs). Sa « pulsion d'emprise » s'exprime clairement. Son moi sadique exige de se substituer au moi des acteurs de la communauté financière et d'en prendre le contrôle. Les intéressés et leur public comprennent la leçon mais, terrorisés, se méfiant les uns des autres, ils vont désormais limiter le plus possible leurs échanges ;
- le désarroi du marché des actions est le troisième fait marquant de cette période. Début 2008, le Dow Jones était à près de 13 300 points. Il est à 8 000 en novembre ; le CAC 40 s'était approché de 5 700 points ; il est à 2 900 points en novembre ! On voit se dérouler, en négatif, le film de l'épisode maniaque de la bulle financière : au lieu d'une pulsion de vie se portant sur un objet de désir (l'immobilier, la finance, l'Internet), c'est une pulsion de mort qui saisit le Prince/moi de la CFI, en réaction aux reproches du surmoi. Au lieu d'une croyance positive dans un nouveau paradigme, se répand la croyance funeste, mais tout aussi forte, que « cette fois c'est différent », en ce sens qu'il ne s'agit pas de la répétition des crises de 1987, de 1998 ou de 2002, mais d'une grande crise, d'une dépression à la façon de l'entre-deux-guerres.

Sur la communauté financière, l'effet est dévastateur. Envahie par l'angoisse provoquée par le risque et l'absence de repère, elle hésite entre capitulation et besoin de maîtrise : toute information est prétexte à un « déplacement » et à une focalisation obsessionnelle, et devient un moyen de concentrer ses peurs et de reprendre confiance. Amputée de son moi, elle opère un « transfert » vers l'État thérapeute. Des représentations archaïques resurgissent : elle se revit soumise à son bon vouloir, à ses interventions tatillonnes, mais regrette d'avoir répudié ce Père protecteur qui la soulageait de la prise de risques et du souci quotidien du ratio de solvabilité.

Ces trois évolutions ont pour conséquence d'infléchir les conclusions que nous pensions pouvoir tirer dans notre article. Contrairement à ce que nous écrivions alors, le *pardon*, si nécessaire pour entrer dans la phase réparatrice de la névrose, et qui paraissait acquis avec la reprise de Bear Stearns par JP Morgan Chase en février 2008, ne l'est pas encore. La faillite de Lehman Brothers en est le signal tangible. Il ne s'agit pas du sacrifice ultime de la « victime émissaire » de René Girard, destiné à créer l'union sacrée et à apaiser les démons de la violence mimétique. C'est juste un gage donné par l'État à ses contribuables/électeurs pour leur prouver qu'ils peuvent lui faire confiance : il saura châtier les coupables. D'autres victimes vont devoir être immolées avant le retour au calme. La *cure* est donc à refaire. Sur quoi peut-elle déboucher ?

## Scénarios de sortie

Difficile de prédire ce qui va se passer maintenant. On peut toutefois proposer deux scénarios suffisamment typés pour « baliser » le champ du possible. En leur donnant un contenu symbolique, on va les rattacher à deux textes universels : les Fables de la Fontaine et la Bible.

### *Scénario 1 : « Les animaux malades de la peste »*

La fable décrit la peste (ici la crise financière) qui n'épargne personne dans le règne animal (ici la CFI) : « Ils ne mourraient pas tous, mais tous étaient frappés. » Le Lion (notre Prince) réunit son Conseil (le Bretton Woods financier ?), dont tous les membres se disent responsables, acceptent de se confesser publiquement et expriment unanimement leur volonté de moralisation : « Ne nous flattons donc point ; voyons sans indulgence l'état de notre conscience. » Commence alors la litanie des fautes et la recherche des coupables : les banques centrales ont été trop laxistes, les régulateurs ont fermé les yeux, les règlements comptables et prudentiels sont incomplets et pro-cycliques, les *traders* sont sans morale, leurs bonus sont inadaptés et excessifs, les banques d'affaires ont été cupides, les agences de notation trop complaisantes, la gouvernance pas assez rigoureuse, etc. Chacun fait acte de repentance, mais il faut trouver l'Âne, « Haro sur le baudet ! », le maillon faible, celui qui sera la victime sacrificielle. On l'a dit, Lehman n'a pas joué ce rôle. On entrevoit maintenant la fin de l'histoire. C'est la masse des Producteurs/ça, dans le secteur bancaire et dans l'économie réelle, qui va être sacrifiée car, nous dit le fabuliste : « Selon que vous serez puissant ou misérable, les jugements de cour vous rendront blanc ou noir. »

Dans ce scénario, la plupart des dirigeants seront épargnés et la réforme sera cosmétique et superficielle. Une fois le cycle achevé, tout pourra recommencer comme avant.

Ce scénario est foncièrement immoral, mais pas très réaliste, car beaucoup de ce qui a été détruit par cette crise ne pourra être ressuscité. Cependant, cette métaphore doit nous rendre attentifs au danger que l'on ne prenne pas la pleine mesure des changements nécessaires et que l'on se contente d'expédients et de réformes partielles. Paradoxalement, cette issue est d'autant plus probable que la reprise économique sera rapide et que le sauvetage des banques sera efficace.

### *Scénario 2 : « La tour de Babel »*

Ce récit illustre une autre évolution possible. Cette fois, c'est l'ambition excessive de la communauté financière qui est sanctionnée par la crise. D'abord de s'être crue capable d'une expansion sans limites : « Bâtissons-nous une ville et une tour dont le sommet pénètre les cieux ! » Mais pas plus que la tour de Babel, les arbres, les cours de Bourse, les ROE ne peuvent monter jusqu'au ciel.

Ensuite d'avoir voulu fédérer sous sa bannière toute l'économie mondiale : « ... Voici que tous font un seul peuple et parlent une seule langue... » L'idiome universel devait être celui de finance, des prix et des marchés.

L'apologue biblique juge ce projet voué à l'échec. Qu'il soit la conséquence inéluctable des comportements humains ou le fruit d'intervention divine, peu importe, il aboutit à une sévère régression.

Après Babel, les peuples ont été dispersés « sur toute la face de la terre ». De même, on pourrait assister à la fragmentation de la CFI, sous l'effet de politiques nationales non coordonnées (concertations limitées aux établissements d'un même pays, protectionnisme de toutes sortes). Ce sera alors la fin de la finance et peut-être, dans son sillage, de l'économie mondialisée. Les gouvernements seront également tentés de cloisonner le secteur bancaire, en spécialisant les établissements. Aux États-Unis, on votera le retour du Glass Steagall Act et du Mac Fadden Act. N'est-ce pas la façon la plus radicale de protéger les déposants ?

Dans la crise, la volatilité des marchés et leur illiquidité ont brouillé le signal des prix et des valeurs. Une fois éclatée, la communauté financière aura renoncé à parler la même langue, faute d'un marché unifié. L'épisode de Babel n'a-t-il pas plongé l'humanité dans la « confusion langagière » ?

Sa répétition déboucherait demain sur la demande d'un Prince autoritaire, le retour en force du Prêtre/surmoi et de ses valeurs en même temps qu'un plus grand cloisonnement institutionnel, entre marchés, entre pays, entre types d'activités.

Ce second scénario serait peut-être plus moral que le précédent, mais il risquerait d'entamer durablement la prospérité de l'économie et constituerait à bien des égards une réédition des années 1930.

La réalité sera sans doute à mi-chemin, combinant le conservatisme de l'un avec la volonté maladroite de changement de l'autre. On peut rêver d'une issue différente : un véritable « Bretton Woods » qui soit capable de refonder une innovation financière favorable au développement économique, sans que resurgissent les démons qui créent la dynamique endogène des bulles financières et des effondrements qui s'ensuivent. On doit « rêver ».

## RÉFÉRENCES

- KINDLEBERGER R., *Manias, Panics and Crashes*, Basic Books, 1971.  
 LAPLANCHE J., PONTALIS J.-B., *Vocabulaire de la psychanalyse*, PUF, 2002.  
 LÉVY-GARBOUA V., MAAREK G., *Macropsychanalyse, l'économie de l'inconscient*, PUF, 2007.

## La crise vue par la finance comportementale

MICKAËL MANGOT

Les krachs et les crises financières sont des périodes où s'expriment les limites d'un système et des hommes qui le composent. Durant ces périodes extraordinaires apparaissent au grand jour les excès individuels et collectifs et les limites à l'efficacité des institutions.

La finance comportementale, qui analyse depuis trente ans les biais comportementaux des intervenants sur les marchés financiers, peut s'avérer précieuse pour révéler les mécanismes psychologiques à la base de décisions excessivement risquées qui ont débouché sur des résultats désastreux. Cependant, et malgré l'étendue de la déroute sur les marchés financiers, il reste difficile d'affirmer, même *a posteriori*, que les comportements à l'origine de la crise aient été indubitablement frappés du sceau de l'irrationalité.

### QUAND IL ÉTAIT RATIONNEL D'ÊTRE DÉRAISONNABLE

La finance doit depuis toujours faire face à des problèmes d'asymétrie d'information : entre les prêteurs et les emprunteurs, les épargnants et les intermédiaires financiers, les actionnaires et le management des sociétés cotées, etc. Dans tous les cas, il y a un accord entre deux parties dont une détient beaucoup plus d'informations que l'autre. Cette dernière doit alors soit créer des incitations *ad hoc* pour que l'autre partie révèle ses informations privées, soit s'en remettre à juste lui faire confiance. Comme les incitations ne sont jamais parfaites et que les intérêts des deux parties ne sont jamais complètement alignés, les déceptions (au sens français et anglais du terme) surgissent à intervalles plus ou moins réguliers.

Les innovations financières, en impactant le profil de risque et de rémunération des différentes parties, peuvent aussi modifier les incitations des différents intervenants à être prudent ou au contraire à prendre des risques. Dans le cas des crédits immobiliers, l'essor de la titrisation a encore accru l'asymétrie d'information entre l'emprunteur et le fournisseur de capitaux, qui n'est alors plus le banquier traditionnel avec lequel l'emprunteur était autrefois en relation directe. La titrisation a aussi rendu significativement plus complexe la tâche de supervision des activités des banques par leurs actionnaires. Avec le résultat d'avoir encouragé toute une chaîne d'acteurs à prendre davantage de risques aux dépens d'investisseurs finaux aveugles aux conséquences de cette dérive.

### Titrisation et asymétrie d'information

Avec les progrès de la titrisation, évaluer le risque est en effet devenu beaucoup plus compliqué pour les détenteurs finaux des prêts immobiliers – c'est-à-dire des investisseurs tiers (généralement des institutionnels de tous types : *hedge funds*, compagnies d'assurance...), voire les banques d'investissement elles-mêmes qui ont créé les produits structurés à base de prêts immobiliers – et enfin pour les agences de notation. Le lien et les échanges d'informations directs entre l'emprunteur et le prêteur sont rompus. Les emprunteurs, bien sûr, conservent les informations concernant leur propre situation financière et la valeur fondamentale du bien qu'ils ont acheté. Les banques qui ont prêté initialement les fonds continuent d'avoir une information de qualité raisonnable, mais en moyenne moindre que dans le schéma traditionnel, car les incitations pour connaître cette information sont réduites par le transfert de la propriété d'une grande majorité des prêts à d'autres intermédiaires (les banques d'investissement). En comparaison, les investisseurs finaux dans les produits structurés créés par les banques d'investissement ont une information de piètre qualité concernant le profil des emprunteurs et des biens immobiliers à l'intérieur des portefeuilles de crédits auxquels leurs produits sont adossés.

### Titrisation et aléa moral

La titrisation des crédits crée aussi un aléa moral au niveau du prêteur, dans le sens où celui-ci n'est plus autant incité par rapport au schéma traditionnel à évaluer scrupuleusement la santé financière de l'emprunteur. En effet, avec la titrisation, il ne supporte plus le risque de défaut du client, lequel est passé à la banque d'investissement qui a racheté les crédits émis

afin de les agréger et de les revendre sous forme de produits structurés à différents types d'investisseurs. Au contraire, dans ce schéma, les prêteurs ont tout intérêt à fermer les yeux sur les facteurs de risque associés aux emprunteurs (y compris *subprime*) puisqu'ils sont rémunérés sur les volumes de prêt revendus aux banques d'investissement et que celles-ci n'ont pas les moyens d'évaluer avec précision le profil de risque de chacun des emprunteurs au sein du pool de crédits rachetés. Par conséquent, le taux de refus de prêt immobilier aux États-Unis et la qualité moyenne des dossiers acceptés ont de pair diminué fortement lors des dix années précédant la crise (Mian et Sufi, 2008). Et ce, alors que la valeur totale des prêts *subprime* augmentait, elle, considérablement par rapport aux prêts immobiliers traditionnels, passant de 5 % du montant global des prêts immobiliers consentis aux États-Unis en 1994 à 20 % en 2006. Cette évolution est à mettre en parallèle avec l'augmentation constante de la proportion des prêts *subprime* qui ont fini titrisés (75 % en 2006).

Or il est désormais clair que les émetteurs de crédit réservaient les prêts les plus risqués à la titrisation. Keys, Mukherjee, Seru et Vig (2008) montrent à partir des taux de défaut constatés *ex-post* que les prêts que les originateurs de crédit revendaient aux banques d'investissement, dans un but de titrisation, étaient *de facto* intrinsèquement plus risqués que ceux qu'ils conservaient dans leurs bilans, malgré des caractéristiques apparentes (le score de solvabilité FICO) similaires, voire supérieures. Centrant leur analyse sur les ménages avec un score FICO autour du seuil de 620 points (seuil symbolique entre prêts *prime* et *subprime*), les auteurs obtiennent que les prêts revendus (avec un score légèrement supérieur à 620) aient présenté deux ans après l'émission un taux de défaut 20 % supérieur au taux de défaut de ceux (avec un score pourtant légèrement inférieur) conservés par les originateurs.

## Titrisation et anti-sélection

Une autre conséquence de la titrisation des prêts immobiliers fut l'anti-sélection, c'est-à-dire l'augmentation de la proportion des ménages trichant pour obtenir un crédit, réagissant ainsi au relâchement des procédures de contrôle par les établissements prêteurs. Un rapport d'une agence du Département du Trésor américain (FinCEN, 2006) a montré que le nombre de fraudes au crédit immobilier aux États-Unis a été multiplié par 20 entre 1996 et 2005, entraînant avec lui une augmentation du taux de défaut, les ménages ayant fait des déclarations frauduleuses présentant un risque généralement cinq fois supérieur de faire défaut que les autres ménages.



Les banques d'investissement étaient-elles conscientes de la dégradation constante de la qualité des prêts rachetés puis revendus sous forme de tranches de CDO (*i.e. Collateralized Debt Obligations*, soit des titres garantis par des créances) ? En partie au moins. Le *spread* entre prêts *subprime* et *prime* titrisés est reparti à la hausse à partir de 2004, traduisant la prise en compte d'un risque de défaut supérieur dans les nouvelles cohortes *subprime* (Demyanyk et Van Hemert, 2008). Néanmoins, cette hausse n'a pas été à la hauteur de la détérioration des crédits, les banques devant satisfaire l'appétit toujours plus grand des investisseurs pour ces produits structurés à la fois rémunérateurs et jugés peu risqués par les agences de notation.

## LES ERREURS PSYCHOLOGIQUES ET LA CRISE FINANCIÈRE

Faute de place, nous laisserons malheureusement de côté l'analyse du comportement des émetteurs de crédit et des banques d'investissement, dont les pertes massives et les faillites traduisent sans doute des erreurs massives dans le processus d'évaluation du risque en plus de conflits d'intérêt (entre les salariés et les actionnaires). Et nous nous concentrerons sur les comportements aux deux bouts de la chaîne des crédits titrisés (d'un côté, les emprunteurs *subprime*, de l'autre les investisseurs dans les CDO) et sur celui des agences de notation dont les *ratings* ont alimenté la frénésie pour les produits structurés.

### Les ménages emprunteurs *subprime*

L'acceptation par les ménages *subprime* de prêts immobiliers aux spécificités dangereuses comme les prêts hybrides (qui sont des prêts à taux fixe et bas les deux premières années puis variable et très supérieur les années suivantes) peut d'abord relever de comportements opportunistes. Pour les ménages à la situation financière la plus difficile (sans revenu, sans emploi et sans actifs : les NINJAs), la course à la titrisation des prêts *subprime* pouvait fournir, dans la première partie des années 2000, une occasion unique d'obtenir un prêt immobilier.

Toutefois, l'acceptation du prêt traduit aussi la confiance dans sa propre capacité à pouvoir en payer les mensualités ou, en cas de difficulté, à pouvoir le rembourser intégralement (via la revente du bien ou la négociation d'un nouvel emprunt), sauf à accepter la perspective d'un défaut et ses conséquences sur sa future inéligibilité à d'autres prêts (de tous types). Cette confiance des ménages *subprime* a pu être gonflée par plusieurs

facteurs psychologiques. D'abord la croyance, sur la base des performances passées, que les prix immobiliers ne baisseront pas. Cette croyance dans la continuation des tendances, appelée « biais *momentum* », est un biais de jugement très répandu dans les pays occidentaux et pas seulement pour les prix immobiliers (Case et Shiller, 1988 ; Shiller, 2007 ; De Bondt, 1993). Quand il s'agit d'anticiper la continuation d'une hausse, il se double d'un biais d'optimisme qui fait croire qu'au final il est probable que tout se termine bien. Une hausse probable du prix des biens immobiliers signifiait pour les emprunteurs la probabilité de pouvoir, en cas de besoin, revendre le bien ou renégocier un prêt. Et donc ne pas faire défaut. Un même optimisme a pu prévaloir sur les anticipations des futurs taux d'intérêt et sur les capacités des ménages à faire face à leurs mensualités dans le futur.

Par ailleurs, le recours à des prêts hybrides traduit la mise à profit par les émetteurs de crédit de la tendance des individus à présenter une préférence très nette pour le présent (appelée aussi « escompte hyperbolique » par les économistes), laquelle incite à sacrifier le bien-être dans le futur lointain pour augmenter sa satisfaction dans le présent et le futur proche (Frederick, Loewenstein et O'Donoghue, 2002). Il est intéressant de noter que les économistes avaient remarqué que les catégories les plus pauvres de la population étaient aussi celles qui présentaient l'escompte le plus vif du futur (Lawrance 1991 ; Harrison, Lau et Williams, 2002), sans savoir toutefois si cette caractéristique était cause ou conséquence de leur situation financière.

Enfin, il est fortement probable que les ménages emprunteurs n'aient pas saisi toutes les subtilités des contrats de prêt qu'ils signaient, témoignant des limites de leurs compétences financières. La multidimensionnalité de ces contrats (avec plusieurs taux d'intérêt et plusieurs niveaux de frais) et leur conditionnalité (au niveau des taux d'intérêt futurs) rendent en effet leur évaluation très difficile par des emprunteurs non avertis (Bar-Gill, 2008).

## Les agences de notation

Les hypothèses des modèles utilisés par les agences de notation pour évaluer les pertes potentielles (le produit du taux de défaut attendu par les pertes estimées en cas de défaut) sur les MBS (*Mortgage-Backed Securities* ou titres adossés à des hypothèques) et CDO appuyés à des prêts *subprime* ont également été largement remises en question. Par exemple, Calomiris (2008) rapporte que l'agence Moody's évaluait en 2004 à 4,5 % les pertes à

venir sur les portefeuilles de *subprime*. Même s'il a grimpé à 6 % en 2006, ce chiffre est toujours resté bien inférieur aux niveaux de pertes finalement observés.

Pour les agences de notation, le problème résidait dans le manque de données historiques concernant les prêts *subprime*, étant donné que cette catégorie de prêts a explosé à la fin des années 1990, c'est-à-dire après le dernier coup de froid en date sur le marché immobilier américain (1989-1991). Le seul épisode historique utile pour appréhender les risques de pertes sur le segment *subprime* remontait à la récession de 2001 qui avait entraîné une hausse significative du taux de défaut sur le segment (à plus de 3 % début 2003).

Or, se référer à l'épisode de 2001-2003 pour prévoir le montant des pertes futures lors des saisies de biens *subprime* comportait en soi deux problèmes. D'abord, c'était faire l'hypothèse que, comme en 2001, la hausse du taux de défaut interviendrait dans un environnement de forte hausse des prix immobiliers. Pourtant, le plus vraisemblable, y compris aux États-Unis, est que les défauts interviennent dans des phases de ralentissement économique pendant lesquelles les prix de l'immobilier cessent de grimper. La tendance immobilière commande le comportement des emprunteurs puisqu'il est moins pertinent de continuer à payer ses traites lorsque la valeur du bien acheté passe en dessous de l'encours de crédit. C'est d'autant plus important aux États-Unis où les emprunteurs utilisent les gains (virtuels) sur les biens immobiliers pour renégocier leurs crédits et de nouveau bénéficier du taux préférentiel les deux premières années du prêt. Si la valeur du bien diminue, ils doivent se contenter du crédit initial et affronter le passage à un taux d'intérêt très supérieur une fois la période du *teaser rate* épuisée. Ensuite, calquer ses prévisions de pertes pour les portefeuilles de *subprime* sur les pertes réalisées suite à la récession de 2001 revenait à assumer que les caractéristiques des ménages *subprime* n'avaient pas changé dans l'intervalle. Il était pourtant clair à cette époque que l'envolée de l'émission de prêts *subprime* coïncidait avec une constante dégradation des caractéristiques des ménages emprunteurs.

Si elle n'est pas intentionnelle, cette erreur des agences de notation rappelle un biais cognitif bien connu des psychologues, appelé « biais de représentativité ». Ce biais reprend la tendance humaine à se servir d'exemples uniques pour déterminer des lois générales, contrairement à toute logique. Même dans sa forme légère, cette pratique est source d'erreurs car elle fournit une évaluation de départ qui devient vite une

ancre dont il est ensuite difficile de se dégager. La règle des 6 % a donc probablement eu tendance à être reprise par les banques d'investissement qui l'ont (à dessein ?) promue auprès des investisseurs.

## Les investisseurs finaux

Toutefois, on trouve les meilleures preuves d'irrationalité chez les investisseurs finaux dans les structures de crédit (institutionnels ou individuels fortunés clients de banques privées) qui ont manqué de procéder à l'évaluation scrupuleuse des portefeuilles de prêts auxquels étaient adossés les produits dans lesquels, pourtant, ils investissaient. À la place, ils ont accordé une confiance excessive dans les notes offertes par les agences de notation et promues par les titrisateurs.

Or, cet acte de confiance paraît pour le moins surprenant. Tout d'abord, les agences sont rémunérées par les émetteurs de produits financiers et non par les investisseurs et, par conséquent, ont plus d'incitation à coordonner leurs intérêts avec ceux de leurs clients qu'avec ceux des utilisateurs de leurs notes. Ensuite, en dépit des discours des agences sur l'ambition d'homogénéisation des notes entre les différents produits, il était notoire dans les milieux spécialisés que les notes des MBS et CDO ne traduisaient pas les mêmes risques que les notes similaires sur la dette *corporate* par exemple. Un article académique de deux économistes de la Fed de New York pointait du doigt ce problème dès... 1994 (Cantor et Packer, 1994). Et effectivement, le magazine *Bloomberg Markets* (juillet 2007) rapporte que si la dette d'entreprise notée BAA par Moody's avait présenté en moyenne entre 1983 et 2005 un taux de défaut de 2,2 % sur cinq ans, les CDO notés identiquement par l'agence avaient, eux, fait défaut dans 24 % des cas sur des périodes de cinq ans prises entre 1993 et 2005. Les notes données par les agences aux crédits titrisés ne pouvaient donc en aucun cas servir à elles seules d'étalons pour évaluer le risque que prenaient les investisseurs à investir dans ces produits.

L'excès de confiance dans les *ratings* est à relier à l'optimisme qu'ont fait naître des marchés (immobiliers, actions, émergents et matières premières) durablement haussiers entre 2003 et 2007. Les travaux des chercheurs en économie et finance comportementale montrent en effet que des réussites ou des événements positifs ont tendance à alimenter une vision excessivement rose de l'avenir, une sous-estimation des risques pris et une tendance accrue à faire confiance (DeBondt, 1993 ; Dunn et Schweitzer, 2005). Les gains passés augmentent également l'appétit pour le risque (Thaler et

Johnson, 1990 ; Yao, Hanna et Lindamood, 2004). L'observation des *spreads* entre obligations *corporate* notées *BBB* et *AAA* révèle qu'entre fin 2004 et début 2007 l'appétit pour le risque était maximal (avec un *spread* inférieur à 100 points de base). Les *spreads* entre prêts *subprime* et *prime*, après ajustement par le changement de profil des ménages emprunteurs et les variations de la conjoncture économique, reflètent également un appétit croissant pour le risque associé aux structurés de crédit adossés aux prêts *subprime* jusqu'à début 2007 (Demyanyk et Van Hemert, 2008).

## CONCLUSION

Des ménages emprunteurs jusqu'aux structureurs de crédit, les biais psychologiques n'ont été sans doute qu'un amplificateur de comportements opportunistes aux conséquences désastreuses. Mais la crise a surtout jeté une lumière crue sur l'incapacité des investisseurs, y compris les plus sophistiqués, à comprendre et évaluer les produits dans lesquels ils investissent. Ce qui est vrai pour les investisseurs individuels (qui ont par exemple mal perçu le risque associé aux placements monétaires « dynamiques ») l'est aussi pour les institutionnels (pris aux pièges des CDO). Les deux populations ont commis l'erreur de « faire confiance ». Cet abandon de responsabilité est une conséquence inéluctable de l'accélération de l'innovation financière. Mais il a aussi été favorisé par l'enthousiasme et l'optimisme que génèrent des marchés haussiers. Inversement, il est probable que la débâcle de 2007-2008 entraînera pendant quelques semestres une hausse de l'aversion au risque et une baisse de la confiance. Jusqu'au prochain rallye qui à nouveau modifiera les comportements.

Pour l'investisseur individuel, la solution n'est pas de rester définitivement à l'écart des innovations financières, mais plutôt de comprendre qu'il faut être d'autant moins exposé à un produit financier qu'on ne le comprend pas. Et d'intégrer que les phases d'optimisme et de pessimisme collectifs sur les marchés impliquent qu'il est nécessaire de faire une revue régulière de sa prise de risque (dans les produits familiers) mais aussi, et de plus en plus, de sa « prise d'incertitude » (dans les produits innovants).

## RÉFÉRENCES

- BAR-GILL O., « The Law, Economics and Psychology of Subprime Mortgage Contracts », *Working Paper*, 2008.
- CALOMIRIS C., « The Subprime Turmoil : What's old, what's new, and what's next », 9th IMF Jacques Polak Annual Research Conference, 2008.
- CANTOR R., PACKER E., « The Credit Rating Industry », *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, 1994, 19(2), 1-26.
- CASE K., SHILLER R., « The Behavior of Home Prices in Boom and Post-Boom Markets », *New England Economic Review*, novembre 1988, 29-46.
- DE BONDT W., « Betting on Trends : Intuitive Forecasts of Financial Risk and Return », *International Journal of Forecasting*, 1993, 9(3), 355-371.
- DEMYANYK Y., VAN HEMERT O., « Understanding the Subprime Mortgage Crisis », *Working Paper*, 2008.
- DUNN J., SCHWEITZER M., « Feeling and Believing : The Influence of Emotion on Trust », *Journal of Personality and Social Psychology*, 2005, 88(6), 736-748.
- FinCEN, « Mortgage Loan Fraud : An Industry Assessment based upon Suspicious activity Report Analysis », 2006.
- FREDERICK S., LOEWENSTEIN G., O'DONOGHUE R., « Time Discounting and Time Preference : A Critical Review », *Journal of Economic Literature*, 2002, 40, 351-401.
- HARRISON G., LAU M. et WILLIAMS M., « Estimating Individual Discount Rates in Denmark : A Field Experiment », *The American Economic Review*, 2002, 92(5), 1606-1617.
- KEYS B., MUKHERJEE T., SERU A. et Vig V., « Did Securitization Lead to Lax Screening ? Evidence from Subprime Loans, 2001-2006 », *Working Paper*, 2008.
- LAWRANCE E., « Poverty and the Rate of Time Preference : Evidence from Panel Data », *Journal of Political Economy*, 1991, 99(1), 54-77.
- MIAN A., SUFI A., « The Consequences of Mortgage Credit Expansion : Evidence from the 2007 Mortgage Default Crisis », *NBER Working Paper*, 2008, n° 13936.
- SHILLER R., « Understanding Recent Trends in House Prices and Home Ownership », *NBER Working Paper*, 2007, n° 13553.
- Thaler R. H., JOHNSON E., « Gambling with the House Money and Trying to Breakeven : The Effect of Prior Outcomes on Risky Choice », *Management Science*, 1990, 36, 643-660.
- YAO R., HANNA S., LINDAMOOD S., « Changes in Financial Risk Tolerance, 1983-2001 », *Financial Services Review*, 2004, 1(4), 249-266.



## D'une crise à l'autre : 13 mai 1931 / 15 septembre 2008

DANIEL ZAJDENWEBER

Ces deux dates, 13 mai 1931, 15 septembre 2008, symbolisent deux crises financières aiguës. La première est celle de la faillite de la plus grande banque autrichienne, le Kredit Anstalt de Vienne. Elle diffusa au monde entier la crise qui avait éclaté en octobre 1929 aux États-Unis. La seconde date est celle de la faillite de la banque Lehman Brothers qui a aggravé une crise bancaire mondiale, dont les prodromes remontent à l'été 2007 avec la crise dite des *subprimes*<sup>1</sup>. Elle a déclenché un krach boursier<sup>2</sup> qui fait craindre une crise économique sans précédent depuis 1929.

En dépit de déroulements chronologiques inversés – krach boursier en premier en 1929, krach bancaire en premier en 2008 – on peut légitimement comparer ces deux crises à cause de deux groupes de facteurs communs. S'ils ne sont pas corrigés par le G20 et par les institutions financières internationales, notamment le FMI (et peut-être l'Eurogroupe), ils sont

---

1. Sur la crise des marchés dérivés à partir d'août 2007, notamment ceux liés aux crédits *subprimes*, voir le numéro double spécial de la revue *Risques* (n° 73-74, juin 2008) publié conjointement avec le numéro double spécial de la *Revue d'économie financière*.

2. L'indice Dow Jones Industrial Average culmina à 14 164 le 9 octobre 2007. Le 10 octobre 2008 cet indice phare ne s'élevait plus qu'à 8 451, soit une baisse de 40 % en un an. Entre septembre 1929 et octobre 1930 le DJIA perdit 48 % de sa valeur par rapport à son sommet de septembre 1929.



susceptibles d'engendrer une crise économique profonde et, surtout, durable. Ces deux groupes de facteurs sont :

- ▶ les faiblesses des organes de régulation bancaires ou boursiers, quant au contrôle des effets de levier et quant à l'information réelle sur les flux financiers ;
- ▶ la très grande fragilité du système bancaire mondial, lorsqu'il n'est pas soutenu par la coopération internationale. Par deux fois, en moins de quatre-vingts ans, il a été victime de la propagation mondiale d'une crise locale. En 1929, la crise est née aux États-Unis, alors qu'ils étaient la première puissance créditrice au monde. En 2008, la crise a surgi dans ce même pays, alors qu'ils sont devenus débiteurs du monde entier.

## RÉGULATIONS, EFFETS DE LEVIER ET INFORMATION

La crise actuelle a mis en évidence les lacunes dans la régulation des marchés des produits dérivés et plus généralement dans la régulation des flux financiers de gré à gré. En effet, une part importante de ces flux internationaux échappe au contrôle des organismes régulateurs (Federal Reserve System aux États-Unis, FSA en Grande-Bretagne, Commission bancaire en France, etc.) D'abord, parce que les institutions financières qui vivent de ces flux n'y sont pas toutes soumises, comme par exemple les *hedge funds* ou les *monolines* (rehausseurs de crédits) ; ensuite, parce que les opérations portant sur des milliers de milliards de dollars « notionnels » constituant le volume du marché des swaps de défaut (CDS) et des *Collateralized Debt Obligations* (CDO) sont considérées comme hors bilan et n'entrent pas dans les ratios réglementaires de solvabilité ; enfin, parce que les places *off shore* (îles Caïman, îles anglo-normandes, Liechtenstein, etc.) où sont souvent domiciliées les entités juridiques servant de support au montage des titrisations, les *Special Purpose Vehicles*, les abritent du regard des organismes régulateurs nationaux d'origine. De plus, certains États des États-Unis ont abrogé les anciennes barrières législatives interdisant la fusion entre banques et assurances<sup>1</sup>. Or le contrôle des banques de dépôt américaines relève d'un

1. La fameuse affaire Executive Life, compagnie d'assurances californienne en difficulté rachetée en 1991 par des investisseurs français, via un montage financier organisé par le Crédit Lyonnais et qui coûta si cher aux contribuables français, doit son existence à cette séparation réglementaire. Elle était en vigueur en Californie à l'époque des faits incriminés, mais elle a été supprimée depuis.

organisme fédéral (la Fed), tandis que le contrôle des compagnies d'assurances relève de chacun des cinquante États. Cette hétérogénéité ne permet pas un contrôle général des structures holdings où des banques proposent des contrats d'assurance et où des compagnies d'assurances comme AIG, en quasi-faillite malgré sa taille, ont développé des activités bancaires *via* des portefeuilles de produits dérivés structurés.

Avant l'éclatement de la crise durant l'été 2007, l'absence de réglementation des transactions de produits dérivés et l'absence d'organes de contrôle centralisateurs favorisaient la croissance exponentielle du volume des produits émis. L'information sur ces produits complexes était restreinte à celle fournie par les seuls experts en notation des produits structurés, les agences de *rating* (*S&P*; *Moody's*; *Fitch*). Cet oligopole a largement profité de la demande d'informations des investisseurs, mais la crise a montré que les modèles d'évaluation de ces agences étaient inadaptés à la complexité des produits notés et surtout qu'ils sous-estimaient le risque systémique. Lors de la crise, cette impossibilité d'évaluer ces produits dérivés a entraîné l'arrêt quasi total de leurs transactions. Elles ne pourront reprendre qu'après la mise en place d'une éventuelle réglementation internationale, avec des modèles d'évaluation standardisés, admis par la communauté financière internationale.

En 1929, puis en 1931, ce n'était pas l'absence de réglementation des produits dérivés qui posait problème, car ils n'existaient pratiquement pas, ce sont les lacunes de la réglementation bancaire et l'absence de réglementation boursière qui vont précipiter la crise. D'une part, la réglementation bancaire ne portait pas sur des montants de capitaux propres comparés aux en-cours de crédits, comme l'actuel ratio Cooke, mais sur la régulation de la liquidité bancaire grâce aux réserves obligatoires auprès de la Fed, calculées en pourcentage de leurs propres dépôts. Or ces réserves n'étaient pas des capitaux propres susceptibles de solvabiliser les banques, d'où leur fragilité<sup>1</sup>. D'autre

---

1. Ces lacunes seront aggravées par la fragilité des très nombreuses petites banques américaines locales (plus de quinze mille), dont l'éparpillement avait été voulu par le Mac Fadden Act. Votée en 1927 sous la pression des agriculteurs américains, cette loi interdisait à une banque d'exercer ses activités en dehors de l'État où elle était enregistrée. Elle entendait ainsi protéger les agriculteurs et les éleveurs locaux contre la mainmise de banquiers étrangers au monde agricole. Elle a profondément marqué le système bancaire domestique en empêchant la concentration des banques. Elle les a fragilisées en les rendant dépendantes des conjonctures locales. Abrogée en 1994, elle sera l'une des causes de la faillite de la plupart des banques locales américaines en 1932 et 1933.

part, la Securities and Exchange Commission (SEC) ne sera créée qu'en 1934. Jusque-là, tout le contrôle des risques sur les transactions boursières était confié aux *brokers*, par le moyen des appels de marge, situation porteuse d'aléa de moralité. Nous y reviendrons.

En 1931, tout comme en 2008, les lacunes des réglementations bancaires ou boursières ont favorisé deux facteurs de crise. D'une part, faute d'organes centralisateurs, les volumes des transactions – donc les en-cours – étaient mal évalués. Ils ne seront connus qu'après le déclenchement des crises, et encore seulement de façon progressive au fur et à mesure des échéances ou des demandes de retraits des investisseurs ; d'autre part, la seule limite à l'utilisation de l'effet de levier, pour « doper » la performance financière, était le coût de son refinancement.

L'ampleur de l'effet de levier a donc été pour le grand public une surprise révélée par les crises. En 2007-2008, par la crise des *subprimes* d'abord, suivie par celle de tous les produits dérivés structurés distribués par le biais des techniques de titrisation. Il est apparu que des fonds de pension, des Sicav, des banques ainsi que des compagnies d'assurances avaient massivement acheté ces produits structurés, car leurs rendements étaient supérieurs à ceux offerts par les portefeuilles « classiques » composés de titres de créances négociables et d'obligations. Ils devaient ce supplément de rentabilité au fait qu'ils étaient en partie financés par le levier de la dette à bon marché. En revanche, ils étaient plus risqués. D'une part, parce qu'ils contenaient une proportion mal connue de créances à haut risque ; d'autre part, en raison même de l'effet de levier qui multiplie les performances tant positives que négatives. Pis, les banques d'investissement américaines, dont aucune n'était sous le contrôle de la Fed, parce qu'elles ne recevaient pas de dépôts, utilisaient l'effet de levier « au carré ». Exemple extrême, certaines d'entre elles, pour un dollar dont elles disposaient sous forme de capitaux propres, ont emprunté jusqu'à 29 dollars pour placer 30 dollars dans des véhicules d'investissement en produits dérivés structurés, déjà démultipliés par des leviers internes (*hedge funds*, fonds de fonds...). L'arrêt des transactions sur ces produits et les demandes de rachat des souscripteurs leur seront fatals, au point que quelques jours après la faillite de Lehman Brothers toutes les banques d'investissement américaines autonomes vont disparaître. Soit elles fusionneront avec des banques de dépôt ; soit elles changeront de statut pour avoir accès aux aides de la Fed.

L'effet de levier fut l'un des multiples facteurs du « boom » de la Bourse américaine entre 1921 et 1929, lorsque les cours furent multipliés par cinq,

avant d'être divisés par neuf entre 1929 et 1932. Il s'agissait des achats d'actions à découvert. Les *brokers*, dont l'activité était fort peu réglementée relativement à la réglementation actuelle, pouvaient prêter à leurs clients jusqu'à 95 % des sommes nécessaires pour acheter des titres, soit un levier maximum de 20 pour le client. Ce levier très élevé était évidemment favorable à l'expansion des transactions, d'où l'aléa de moralité : les *brokers*, rémunérés à proportion des volumes de transaction, n'avaient pas intérêt à les restreindre en diminuant le levier. Or, ils refinançaient ces prêts par des emprunts sur les marchés monétaires. En 1927, ceux-ci s'élevaient à plus de 3 milliards de dollars<sup>1</sup>, soit le double du montant des bons du Trésor à moins d'un an émis par l'État américain cette année-là. En 1929, ce montant des prêts aux *brokers* culminera à 6,5 milliards de dollars, soit le triple du montant des bons du Trésor américains, soit encore environ 75 milliards de dollars d'aujourd'hui. La hausse des appels de marge imposée par le New York Stock Exchange courant 1929 pour freiner la spéculation et la hausse des taux de refinancement sur le marché monétaire<sup>2</sup>, décidée par la Fed à partir d'avril 1929, fera s'écrouler le marché en réduisant fortement les prêts aux *brokers*, eux-mêmes asphyxiés par les défaillances de leurs clients devenus incapables de répondre aux appels de marge. Le retournement à la baisse de la tendance – jusque-là haussière – fut amplifié par le levier, ce qui accentua les pertes (effet dit « de massue »).

Nous retrouverons un phénomène semblable à partir de 2007 avec les prêts hypothécaires *subprimes*. Tant que les prix des logements étaient orientés à la hausse, les emprunteurs les moins solvables pouvaient espérer rembourser leur dette avec la plus-value immobilière. Dès que la hausse des taux d'intérêt a commencé, interrompant la hausse immobilière espérée, ils sont redevenus insolubles, d'où les saisies des biens hypothéqués et l'amorce d'une spirale baissière sur les prix des logements.

Nous pouvons déjà retenir de ces deux crises majeures qu'un des facteurs d'instabilité financière grave, c'est l'insuffisance du contrôle réglementaire de l'effet de levier dans le financement – par l'emprunt monétaire – des achats

- 
1. Soit plus de 36 milliards de dollars d'aujourd'hui, alors qu'en 1929 le volume des transactions au New York Stock Exchange, en nombre de titres échangés, n'atteignait pas le dixième du volume actuel.
  2. Dans leur célèbre ouvrage sur l'histoire monétaire des États-Unis (1953), Milton Friedman et Anna Schwartz soutiendront la thèse que cette hausse des taux, voulue par la Fed, a été le facteur essentiel du krach de 1929.

d'actifs financiers ou immobiliers. Comme les taux d'intérêt impactent à la fois la dette des emprunteurs et la valeur de leurs actifs financiers ou immobiliers, lorsqu'ils montent, le coût de la dette augmente en même temps que baisse la valeur des actifs, augmentant ainsi le risque de crise.

## SYSTÈME BANCAIRE INTERNATIONAL ET TRANSMISSION DES CRISES AMÉRICAINES

La propagation mondiale, à partir de l'été 2007, d'une crise à l'origine locale – celle des crédits immobiliers *subprimes* américains – s'explique par l'internationalisation actuelle quasi totale des flux financiers. Toutes les places financières ont été atteintes car presque tous les intermédiaires financiers avaient vendu des portefeuilles de créances titrisées. Or, les détenteurs de ces portefeuilles « toxiques » – qualifiés ainsi en raison des créances douteuses qui y étaient incorporées – n'avaient pu en mesurer les vrais risques, puisque ceux-ci étaient sous-évalués par les agences de notation. D'où une crise de défiance générale, lorsque la crise immobilière a éclaté aux États-Unis. Mais ce qui va transformer une crise locale aux conséquences internationales en une véritable crise du système bancaire mondial, c'est la faillite de la banque Lehman Brothers. Voulu par la Fed, cette faillite devait montrer sa détermination à ne pas accepter l'aléa de moralité des banques qui se croyaient protégées de la faillite<sup>1</sup>. Il s'agissait, semble-t-il, de faire mentir l'adage « *too big to fail* » en faisant un exemple. Malheureusement, le résultat fut tout autre. Les marchés mondiaux ont pris peur. Si une grande banque peut faire faillite, alors toutes le peuvent, se sont-ils dits. Une application, « à chaud » en quelque sorte, du raisonnement marginaliste cher aux économistes : une banque ne vaudrait pas plus que la plus faible d'entre elles. En quelques jours après le 15 septembre 2008, la confiance, déjà très entamée entre banques pour toutes les opérations de prêts et d'emprunts, a complètement disparu. Chaque banque craignait que ses contreparties ne fassent faillite. Les marchés interbancaires s'asséchèrent. La crise des produits structurés déboucha sur une crise aiguë de liquidité empêchant les banques de fonctionner sans l'aide massive des banques centrales qui durent offrir

1. Le choix de cette banque-là, plutôt que d'autres, également en difficulté, relève des arcanes de la politique américaine et de luttes d'influence au sein de la communauté financière new-yorkaise. Les raisons de ce choix apparaîtront peut-être un jour, lors de l'ouverture des archives de la Fed et du gouvernement américain.

des refinancements inédits. Quant aux taux d'intérêt monétaires (Eonia, Euribor 3 mois, etc.), ils fluctuèrent de façon aberrante, atteignant certains jours des niveaux très élevés, qui, s'ils avaient été durables, auraient conduit à une crise économique mondiale catastrophique. Conséquence fâcheuse, cette grave crise de liquidité a entraîné un krach boursier comparable à celui de 1929<sup>1</sup>. Il reflétait l'inquiétude des investisseurs face aux menaces de crise économique prolongée induite par l'assèchement des marchés financiers internationaux. Les anticipations à la baisse poussaient les investisseurs à vendre les actions, mais ils ne rencontraient pas de contreparties, puisque celles-ci préféraient attendre et investir dans des titres jugés plus sûrs, bien que peu rentables, les bons du Trésor en dollar – dont les taux sont dorénavant proches de zéro – ou les bons du Trésor en yen ou encore en euro. Ce phénomène de fuite vers la qualité (*quality flight*) renforce désormais le dollar et facilite le refinancement de la dette des États-Unis. Ainsi, parce qu'il est encore la première puissance économique mondiale, ce pays peut-il – sans subir une crise de change – exporter sa crise immobilière et financière, aggravée par la politique risquée de la Fed qui a laissé l'une de ses grandes banques tomber en faillite.

En 1931, la crise présentait certains caractères similaires à ceux de la crise actuelle, effet de levier excessif et absence de contrôle réglementaire. Il en allait de même pour le processus de propagation de la crise américaine vers le monde entier. Pour l'analyser, il nous faut faire un retour en arrière sur les flux financiers internationaux à la veille de 1931<sup>2</sup>.

- 
1. En 1929, comme en 2008, à la veille de leur krach, les cours boursiers étaient nettement surévalués. Les PER des indices Dow Jones et SP500 dépassaient 25 ou 30 et plus encore de façon ponctuelle, alors que le PER moyen de long terme est voisin de 15. Ces PER élevés sont toujours des facteurs d'instabilité car il suffit de la moindre information macro-économique négative ou d'une hausse des taux d'intérêt pour qu'instantanément les cours baissent fortement ramenant les PER à de niveaux inférieurs à 15. Avec un DJIA voisin de 8 000, le PER actuel du marché est proche de sa moyenne historique. Mais l'histoire montre que la baisse appelle souvent la baisse, d'où une crainte légitime quant au risque d'une baisse plus profonde qui ramènerait le PER vers des valeurs proches de 10 ou moins encore. Ce fut les cas en 1932 et en 1982, années des deux dépressions boursières les plus graves, *en dollar constant*, depuis la création du Dow Jones en 1897. Voir ZAJDENWEBER D., *Économie des extrêmes*, Flammarion, 2000. Voir la note 2.
  2. Sur la crise de 1929, voir ZAJDENWEBER D. « La crise financière internationale : un précédent ? », in *Économies et sociétés*, t. VII, n° 7-8, juillet-août 1973 ; NÉRÉ J., *La Crise de 1929*, Armand Colin, 1973.

Ils étaient constitués, pour l'essentiel, par des flux des règlements des dettes servant de base à un recyclage monétaire entre les États-Unis et l'Europe. Les dettes les plus importantes, dont on sait qu'elles ne seront jamais amorties, étaient les réparations imposées à l'Allemagne par le traité de Versailles en 1919, environ 600 milliards d'euros<sup>1</sup>. Mais il y avait également les dettes interalliées, beaucoup moins connues du grand public, bien qu'elles aient contribué au financement de la Première Guerre mondiale : celles de la France vis-à-vis de l'Angleterre et des États-Unis, celles de l'Angleterre vis-à-vis des États-Unis et celles de l'Italie, de la Belgique et de la Serbie vis-à-vis des États-Unis, de l'Angleterre et de la France, sans oublier les dettes de l'ex-Russie, répudiées par l'Union Soviétique. Le total non consolidé de ces dettes interalliées s'élevait à environ 4 milliards de livres sterling, soit environ 360 milliards d'euros. De cet écheveau de dettes réciproques, on retiendra que les États-Unis étaient le principal créancier, suivis par l'Angleterre mais que si la France était aussi créditrice nette, c'était surtout vis-à-vis de l'Allemagne. Sans les règlements allemands, elle restait débitrice nette envers les États-Unis et l'Angleterre. Le règlement multilatéral de ces dettes fut à l'origine de la création en 1930 d'une institution financière originale, la Banque des règlements internationaux (BRI), dont le siège à Bâle fut choisi à cause de la neutralité de la Suisse. Sa première tâche fut d'élaborer des statistiques financières internationales, car aucune institution nationale ne pouvait les fournir<sup>2</sup>, laissant les marchés dans l'ignorance des situations financières nettes et des en-cours de règlements multilatéraux. Une ignorance qui n'est pas sans rappeler celle des marchés des produits dérivés soixante-quinze ans plus tard. Toutefois, cette banque n'ayant pas le statut de régulateur, les flux de placements bancaires échappaient à son contrôle.

Ces flux de dettes étaient à l'origine d'autres flux. Les banques anglaises et américaines plaçaient des capitaux en Allemagne, en Autriche et dans divers pays d'Europe centrale. Ces placements provenaient soit des annuités de remboursement des dettes, soit des rapatriements de capitaux allemands qui avaient fui l'hyper-inflation de 1923 en se réfugiant en Angleterre ou

- 
1. Elle s'élevait en 1921 à 132 milliards de mark-or soit 6,6 milliards de livres sterling. Or la livre de l'époque vaut environ 60 fois la livre actuelle en termes de pouvoir d'achat, d'où le chiffre actuel évalué en euro (1,50 euro = 1 livre). Cette dette était colossale pour l'époque, puisqu'elle valait entre 1,5 fois et 2 fois le PIB de ce pays.
  2. Plus tard, après la Seconde Guerre mondiale, cette banque abritera les comités chargés d'établir les normes internationales de solvabilité bancaire, d'où leurs titres : Bâle-I puis Bâle-II.

aux États-Unis, soit enfin d'investissements directs. Autrement dit, un mark sorti d'Allemagne y revenait sous forme de placements à court terme. Il s'agissait en fait d'un système de « germano-dollars », qu'on a, à l'époque, qualifiés de « faux transferts ». Ces placements étaient d'autant plus rentables que les taux d'intérêt en Allemagne entre 1925 et 1929 étaient très supérieurs à ceux des États-Unis (7 % d'écart en 1925, entre 1,5 % et 4 % par la suite jusqu'en 1929). Ce qui a pu jouer également dans ce recyclage des capitaux en Allemagne et en Autriche, c'était l'interdiction faite aux banques américaines, à partir de 1927 à cause du Mac Fadden Act, de se développer en dehors de leur État d'origine, ce qui les obligeait à se développer à l'international<sup>1</sup>. En ce qui concerne les banques britanniques, il n'y avait pas de contrainte légale, mais des liens historiques entre banques anglaises et banques allemandes et autrichiennes. Par ailleurs, la politique du gouvernement britannique était de limiter l'influence de la France, qui avait occupé la Ruhr pour garantir le remboursement des dettes allemandes.

Ce vaste recyclage de capitaux, qui préfigurait les marchés des euro-dollars et des pétrodollars – ainsi que le refinancement actuel de la dette américaine par la Chine, le Japon notamment – cessera brutalement à partir de la fin de 1929. Les banques américaines, en déconfiture généralisée avec le krach de 1929, rapatrièrent leurs placements à court terme<sup>2</sup>, entraînant la faillite des banques européennes qui vivaient grâce aux dépôts américains. La plus catastrophique des faillites fut, le 13 mai 1931, celle du Kredit Anstalt de Vienne, banque qui gérait 70 % des dépôts de l'Autriche tout entière ! Dès lors, la crise boursière américaine prenait une autre dimension. Même si l'Autriche n'était plus qu'un petit pays, de proche en proche, tous les flux financiers internationaux s'arrêtèrent. Les banques ne se faisaient plus confiance. D'où, la dévaluation de la livre sterling en septembre 1931, alors qu'elle avait retrouvé en 1925 sa parité d'avant 1914. Autres conséquences, la montée des protectionnismes (*Smoot-Hawley Tariff* aux États-Unis en 1930) et les cascades de dévaluations compétitives, dont celle du dollar en 1933. Le plus grave est que la coopération internationale associant l'Europe aux États-Unis sera inexistante. Toutes les tentatives de coopération échoueront, dont la conférence de Londres en 1933. Convoquée pour

- 
1. Ce sera à nouveau le cas à partir des années 1950 avec la création du marché des euro-dollars, qui permettra de contourner le plafonnement des rémunérations des dépôts domestiques (*Q regulation*).
  2. Cette déconfiture aboutira à leur fermeture en 1933 (le *bank holidays*, l'une des premières mesures économiques du nouveau président, F.D. Roosevelt).



résoudre la crise, elle sera un échec, notamment parce que F.D. Roosevelt se désintéressa de la négociation. Ce fut une erreur politique majeure. Premier pays créancier du monde, les États-Unis se « tiraient une balle dans le pied ». Ils ne pouvaient plus être remboursés puisqu'ils ne prêtaient plus. Cette erreur, aux conséquences politiques dramatiques, servira de leçon par la suite avec les accords de Bretton Woods en 1944 et avec, aujourd'hui, le soutien international, à tout prix, du système bancaire mondial par les banques centrales, les gouvernements et le FMI.

Les enseignements que nous pouvons tirer de ces deux crises majeures sont multiples. D'abord, sans régulations ni contrôles, les marchés financiers ne peuvent pas s'autoréguler. Les excès de l'effet de levier, favorisés par le refinancement monétaire à taux faibles et par l'aléa de moralité des intermédiaires financiers, qui n'ont pas intérêt à le limiter, conduisent à des « bulles », dont le dégonflement soudain provoque des catastrophes. Ensuite, l'action brutale et intempestive de la banque centrale et du gouvernement de la première puissance économique mondiale, les États-Unis, qu'ils soient créditeurs ou débiteurs du monde entier, est un facteur aggravant des crises : en 1929, ils augmentent les taux d'intérêt à contretemps ; en 1933, ils empêchent la coopération internationale ; en 2008, ils mettent en péril toutes les banques dans le monde en décidant de ne pas sauver l'une d'elles. Fort heureusement, la Fed, le gouvernement des États-Unis avec son nouveau président, les banques centrales avec les gouvernements des grandes puissances économiques et le FMI se résolvent à coopérer. La crise bancaire qui aurait pu paralyser toute l'économie mondiale est en voie d'être contenue. Mais au-delà du sauvetage d'urgence, il faudra de nouvelles régulations pour éviter le retour des crises, dont les coûts ne profitent à personne.

# Les crises de la finance globale de marché : imprévisibles, nécessaires, inévitables<sup>1</sup>

PIERRE-NOËL GIRAUD

Depuis la crise de 2008, un des aspects les plus critiqués de la mondialisation est la globalisation et la libéralisation financières. Il est donc indispensable, afin de dissiper quelques malentendus dans un débat passionné, de rappeler d'abord les caractéristiques économiques de la finance, en particulier de la finance de marché, avant d'aborder sa crise et les débats que sa réforme engendre.

## LA FINANCE EST INDISPENSABLE, CE N'EST PAS UNE SUPERSTRUCTURE PARASITAIRE

Tous ceux qui considèrent la finance comme une superstructure parasitant une économie de marché qui, sans elle, pourrait être une idyllique coordination entre producteurs indépendants et bien intentionnés, sont des saint-simoniens attardés. La finance assure deux fonctions essentielles qui en font un élément constitutif et central d'un capitalisme quel qu'il soit :

- la première fonction est de rassembler la monnaie qu'un certain nombre d'individus ou d'institutions ne comptent pas immédiatement utiliser et

---

1. Cet article reprend, en le complétant quelque peu, le chapitre 8 de : GIRAUD P.-N., *La Mondialisation, émergences et fragmentations*, Éditions Sciences Humaines, 2008.

de la mettre à la disposition d'entrepreneurs, qui l'investiront dans des projets d'augmentation de la production des biens et des services ;

- la seconde fonction, tout aussi importante, est d'organiser des marchés d'échange des risques liés à tout investissement. Ces marchés doivent permettre à ceux qui en sont les plus capables, ou qui le désirent, de prendre les risques que ceux qui sont objectivement trop fragiles, ou qui ne désirent pas les prendre, souhaitent céder.

Offrir à certains acteurs la possibilité d'entreprendre avec l'argent d'autres acteurs en leur promettant une rémunération, et permettre à chaque acteur de ne prendre que les risques qu'il estime pouvoir prendre, telles sont les deux fonctions fondamentales de la finance.

Il suffit de les évoquer pour se convaincre qu'elles sont indispensables. Ceux qui font une distinction normative entre économie de marché et capitalisme, puis, au sein du capitalisme, entre capitalisme industriel productif et capitalisme financier parasitaire, nourrissent en réalité des utopies : celle d'une économie de marché sans capitalisme et celle d'un capitalisme sans finance. Un capitalisme sans monopoles, sans externalités, sans finance, sans « spéculation » (un des moyens essentiels, absolument indispensable, d'équilibre des marchés d'échanges de risque), sans risques et sans État, est une pure chimère.

La finance n'est donc en aucune façon parasitaire, elle concentre au contraire l'esprit des capitalismes : faire de l'argent avec de l'argent et pour cela se priver des jouissances de la consommation immédiate et « investir », donc faire un pari toujours risqué sur l'avenir.

Cela étant dit, ces deux fonctions peuvent être assurées par des systèmes financiers très différents. La globalisation financière a entraîné un changement significatif de système financier que nous avons décrit précédemment. Mais il est des caractéristiques fondamentales de la finance qui sont communes, quoiqu'avec des intensités diverses, à tous les systèmes financiers. Il s'agit de la volatilité des prix des actifs cotés sur les marchés, du caractère nécessairement laxiste de la politique monétaire – qui provoque le gonflement d'un « mistigri » (j'appelle ainsi l'ensemble des promesses sur les revenus futurs qui ne pourront être honorés) – et de la purge nécessaire de ce mistigri, dont les formes diffèrent selon les systèmes financiers.

## « LE COMMERCE DES PROMESSES » : FORMATION DU PRIX DES ACTIFS FINANCIERS

Un titre financier n'est jamais qu'une promesse de revenus futurs. La caractéristique fondamentale d'un titre est que son prix résulte uniquement d'anticipations sur ce que sera l'avenir du « sous-jacent », c'est-à-dire de l'acteur qui a émis la promesse de revenus futurs : l'avenir de l'entreprise, s'il s'agit d'une obligation ou d'une action de cette entreprise, l'avenir des finances publiques d'un État, s'il s'agit d'une obligation de dette publique, l'avenir d'un pays entier s'il s'agit de sa devise, etc. Le prix d'un actif financier reflète l'anticipation médiane que l'ensemble des acteurs forme de l'avenir du sous-jacent.

Les anticipations ne peuvent pas être uniquement fondées sur l'extrapolation du passé, ce qu'on appelle en général l'analyse des « fondamentaux ». Il faut prévoir l'avenir. Une partie de l'avenir est constituée d'éléments incertains mais prévisibles, probabilisables et, par conséquent, calculables. Mais l'avenir connaîtra aussi inévitablement des éléments imprévisibles. L'avenir ne peut donc faire l'objet que d'un calcul partiel, car il existe toujours une part de risque incalculable. Il faut prendre des paris, en fonction d'une certaine « vision » que l'on a de l'avenir.

En raison de l'incertitude irréductible, les anticipations d'un acteur sont donc nécessairement structurées par des « modèles d'interprétation » qui reflètent la vision d'ensemble que cet acteur a de l'avenir. Le flux d'informations économiques nouvelles, dont les acteurs des marchés financiers sont tellement avides, est alors traité par leurs modèles d'interprétation et modifie en permanence à la marge leurs anticipations, ce qui fait fluctuer les prix des actifs. Mais les modèles d'interprétation eux-mêmes sont beaucoup plus stables et ne sont généralement pas affectés pendant de longues périodes.

Les modèles d'interprétation des acteurs ne sont pas quelconques, ils sont dépendants les uns des autres. En raison du mimétisme qui caractérise les comportements des acteurs financiers, mimétisme rationnel puisque, comme l'avait si brillamment analysé Keynes, sur les marchés financiers l'important n'est pas d'avoir raison tout seul mais de se tromper en même temps que tout le monde, les modèles d'interprétation sont polarisés autour de « modèles dominants ». Exemples de modèles dominants : la « nouvelle économie des technologies de l'information » avant mars 2000, « le modèle asiatique » avant l'été 1997, « Enron, entreprise innovante de

type nouveau » jusqu'à peu de mois avant sa faillite. Ou encore, jusqu'à la crise financière de 2008, « la capacité autorégulatrice des marchés financiers ».

Les anticipations produites par les modèles dominants sont en générale-ment auto-réalisatrices. Non pas au sens banal : si la majorité des acteurs pense qu'un titre va se valoriser, il est acheté et se valorise, mais dans un sens plus profond. Si l'action d'une entreprise se valorise en raison d'anticipations favorables, l'entreprise peut ainsi par exemple acquérir des concurrents qui étaient objectivement plus innovants, et devenir leader à la place de ces derniers.

Il arrive régulièrement, quoique de façon très difficile à prévoir, qu'une série d'informations convergentes non seulement fasse fluctuer les prix, mais sape le modèle d'interprétation dominant lui-même. Le modèle s'effondre et avec lui la croyance de pouvoir déduire rationnellement les prix des actifs de l'information disponible. Il s'ensuit de très importantes fluctuations de prix, le marché ayant « perdu ses repères ». Puis vient une stabilisation à un niveau qui n'a bien sûr aucune raison d'être « meilleur » que le précédent, mais qui correspond simplement à la stabilisation d'une nouvelle anticipation médiane, appuyée sur un nouveau modèle d'interprétation dominant. La crise a donc été provoquée par un basculement du modèle d'interprétation dominant. La finance est ainsi incontestablement le domaine de l'économie dans lequel le caractère agissant de l'opinion, sous forme d'anticipations auto réalisatrices organisées par des modèles d'interprétation, se manifeste de la manière la plus éclatante.

Tels sont les mécanismes de déclenchement des crises financières. On voit donc qu'elles sont très difficiles à prévoir et qu'il faut se contenter de propositions de bon sens qui ne sont jamais que la traduction en langage technique de : « les arbres ne montent jamais jusqu'au ciel » ou « Après la pluie, le beau temps ». Mais qu'en est-il de leurs causes profondes, de leur moteur ? Il faut se tourner pour le comprendre du côté de la manière dont la finance s'articule à la politique monétaire.

## LES EXCÈS NÉCESSAIRES DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE : LE MISTIGRI

La finance collecte donc la monnaie épargnée par certains pour la mettre à la disposition des entrepreneurs. Il existe un autre moyen de fournir de la monnaie aux entrepreneurs, c'est la création monétaire *ex nihilo* par les banques. Elle est indispensable : on peut montrer que si l'investissement

était strictement limité à l'épargne, sans le « préfinancement » de la richesse future que constitue la création monétaire, la croissance économique serait plus faible.

On conçoit aisément que, pour que la croissance de l'économie soit maximum, il faille que tous les projets rentables soient financés. Or on ne sait pas au départ, parmi tous les projets qui se proposent, ceux qui seront finalement rentables. On peut en avoir une bonne estimation mais il est certain qu'un certain pourcentage des projets qui apparaissent rentables ne le seront pas. En conséquence les promesses de revenus des titres adossés à ces investissements ne pourront être tenues. Pour être sûr de financer tous les projets rentables et maximiser ainsi la croissance, le meilleur système monétaire imaginable ne peut s'empêcher de financer aussi une petite proportion de projets non rentables, qui donnent lieu à des promesses de revenus futurs ne pouvant être satisfaites, et qui devront donc être détruites. Ces promesses de revenus futurs impossibles à tenir, c'est ce que j'ai appelé<sup>1</sup> le « mistigri ».

On peut évidemment imaginer une politique monétaire parfaitement « vertueuse » qui minimise la taille de l'inévitable mistigri. Mais il suffit qu'il existe une « préférence pour la croissance » pour que la finance investisse, soutenue en cela par une création monétaire plus abondante, dans plus de projets, malgré le risque plus élevé de se tromper. Or les gouvernements manifestent généralement une préférence pour la croissance. La croissance est en effet perçue par l'opinion comme le moyen d'alléger les problèmes soulevés tant par les inégalités internes à un territoire que par les inégalités externes entre territoires de richesse différente. Cette préférence peut d'ailleurs être justifiée sur le plan théorique si l'on montre que des imperfections de marché laissent en permanence un volant de moyens de production inutilisés, en particulier des hommes au chômage. Dans ce cas, un surcroît de croissance engendre des externalités positives qui peuvent justifier les inconvénients d'un mistigri plus élevé.

C'est ainsi que, depuis l'après-guerre, dans tous les pays, une politique monétaire toujours favorable à la croissance engendre une dissymétrie dans la création monétaire. On baisse les taux d'intérêt dans les récessions pour relancer l'économie. Mais on conserve des taux modérés dans la

---

1. GIRAUD P.-N., *Le Commerce des promesses. Petit traité sur la finance globale*, Le Seuil, coll. « Points ». Prix Turgot 2001, édition revue et augmentée en septembre 2009.

phase de croissance pour ne pas casser celle-ci. Les entreprises accroissent leurs investissements et les ménages leur consommation en les finançant par une dette à bon marché. Le crédit facile permet aussi aux acteurs financiers de jouer à fond de « l'effet de levier de l'endettement » pour accroître leur profit : ils empruntent à relativement bon marché sur les marchés monétaires pour acheter des titres<sup>1</sup> (ou directement des entreprises dans les opérations de LBO) qui, dans la phase de croissance, s'apprécient à un taux bien supérieur. La valeur des actifs en est accrue et par conséquent la taille du mistigri.

## LA PURGE INÉVITABLE DU MISTIGRI ET SES DIFFÉRENTES FORMES, VARIABLES SELON LE SYSTÈME FINANCIER

Dès lors, la purge de ce mistigri est nécessaire et ceci, quel que soit le système financier. Les formes que prend cette purge sont en revanche très dépendantes du type de système. Dans le système internationalement cloisonné et principalement intermédié qui était celui des pays riches avant la libéralisation des années 1980, la forme principale d'élimination du mistigri était progressive et apparemment indolore : c'était l'accélération de l'inflation. Elle a réalisé le programme de Keynes : l'euthanasie des rentiers au profit de ceux qui consomment et de ceux qui investissent. L'accélération de l'inflation perturbe l'évaluation des prix relatifs, donc leur extrapolation et la prise de décision pour les investissements à venir. On peut donc considérer que, toutes choses égales par ailleurs, rendant l'avenir plus incertain, un dérapage de l'inflation décourage l'investissement et la croissance.

Dans le système de finance globale actuelle, caractérisé par un décroisement géographique et fonctionnel des activités financières, la forme principale de purge du mistigri est le krach. Il intervient sur un marché ou sur un autre : actions, immobilier, changes. Il est suivi d'une crise bancaire plus ou moins localisée et profonde. En finance de marché, les krachs sont inévitables et nécessaires pour purger le mistigri. De plus, leur déclenchement,

---

1. Les banques peuvent le faire pour leur propre compte puisqu'elles créent de la monnaie. Elles en prêtent également à cette fin à des *hedge funds*, dont leurs propres filiales. En France, M. Tout le Monde n'a pas droit d'emprunter à sa banque pour acheter des actions, même s'il présente les garanties nécessaires. La démocratie du marché dont nous parlerons ci-dessous n'est donc pas tout à fait complète.

provoqué par des basculements des modèles d'interprétation dominants, est, on l'a dit, en pratique impossible à prévoir avec précision, de même que la durée de la crise qui dépend du retour d'une stabilisation d'anticipations polarisées autour d'un nouveau modèle d'interprétation dominant.

Les krachs ont évidemment un effet dépressif, d'abord à travers « l'effet de richesse ». La chute du prix des actifs déprime la consommation et l'investissement. Si la crise financière est suffisamment grave pour engendrer une crise bancaire, l'effet de richesse est redoublé par la restriction du crédit bancaire (le *credit crunch*), avec la même conséquence : une baisse supplémentaire de la demande. La dépression de la demande conduit à une récession, que l'État doit normalement combattre en réduisant au minimum les taux monétaires et en augmentant les dépenses publiques.

En résumé, le système financier actuel, dominé par une finance globale de marché, est intrinsèquement instable et régulé par des krachs inévitables et imprévisibles qui ont des effets macro-économiques dépressifs. Il transmet ainsi son instabilité à l'ensemble de l'économie.

## POURQUOI RÉFORMER ?

Il est désormais question de réformer en profondeur le système financier. Avant d'en examiner les moyens, interrogeons-nous d'abord sur les motivations. On peut en effet souhaiter réformer le système parce qu'on le juge soit trop « inéquitable », soit trop « inefficace ».

### La finance est-elle équitable ?

Les formes de destruction du mistigri étant différentes selon les systèmes financiers, on peut tout d'abord se demander qui en supporte le coût, donc s'interroger sur les effets plus ou moins inégalitaires des différents systèmes ou plus concrètement poser la question : « Qui gagne et qui perd avec la globalisation financière ? »

La finance bancaire et cloisonnée des Trente Glorieuses était une oligarchie. Un club très fermé de banquiers, industriels, hauts fonctionnaires et hommes politiques décidait seul des affaires monétaires et financières. Il arrivait à l'oligarchie de se soucier du peuple et d'en ménager certains intérêts, par exemple en lui octroyant le livret A, au rendement certes très modeste mais stable, du moins tant que la politique monétaire restait vertueuse. Mais, en moyenne, elle ne l'était pas, car, pour tenter de relancer



une croissance fléchissante dans les années 1970, la politique monétaire était devenue très laxiste et une accélération de l'inflation avait accompagné l'enflure du mistigri. Ce sont principalement les prêteurs à taux fixe, c'est-à-dire un grand nombre de petits épargnants, qui ont été lésés, au profit des emprunteurs. C'est ainsi que la génération du baby-boom a profité de ce système lorsque, arrivée à l'âge adulte, elle a emprunté pour acquérir son logement. Vingt ans après, alors que sa fraction supérieure commençait à accumuler de l'épargne financière, ce système ne lui a plus convenu. On en a donc changé...

La finance globale de marché est une éclatante victoire de la démocratie. Au moins dans les pays riches, les investisseurs sont désormais tous « libres et égaux en droit ». Ils peuvent accéder à une immense palette d'instruments financiers présentant une gamme quasi continue de couples rendement/risque. Cependant, un marché ne fonctionne efficacement qu'avec une information précise et partagée sur la qualité des produits. Or, l'information nécessaire pour évaluer la qualité des titres financiers est à la fois irréductiblement incomplète et asymétrique. Elle est incomplète, car, répétons-le, tandis que le prix d'un bien reflète son passé, le prix d'un titre n'exprime que la vision médiane que les investisseurs se font de l'avenir, un avenir dont nul ne peut être certain.

De plus, cette information est très asymétrique. Dans la vaste démocratie qu'est la finance de marché, votent ensemble, en achetant et en vendant des titres sur les mêmes marchés, d'un côté de petits épargnants qui n'ont ni le temps ni les outils pour analyser la valeur des actifs, c'est-à-dire leurs risques, et de l'autre des spécialistes très bien formés et de ce fait supérieurement informés. En bref, c'est une démocratie de renards libres dans un poulailler libre. Dans ces conditions, il n'est pas très difficile de deviner qui va finalement subir les pertes en cas de crise, quelles qu'en soient les périétés et avec ou sans interventions des États. À coup sûr, les investisseurs les plus mal informés, par conséquent les petits investisseurs, puis, si cela ne suffit pas, en seconde ligne, l'ensemble des contribuables.

À cela s'ajoutent les effets inégalitaires de la finance globale *via* la globalisation des firmes. La finance soumet toutes les firmes à une exigence de rentabilité maximum pour leurs actionnaires, les firmes mettent tous les territoires et les salariés en compétition. Il en résulte une forte pression à la diminution de la part des salaires et à l'augmentation de celle des profits dans la valeur ajoutée.

## La finance de marché est-elle, au moins, plus efficace ?

Un second débat à propos de la finance porte sur l'efficacité d'ensemble d'un système par rapport à un autre. La question est cette fois : « Les capitalismes ont-ils perdu ou gagné en efficacité avec la globalisation financière ? » Elle est différente de la question précédente, mais non sans rapport. Comme pour le commerce international, une augmentation de l'efficacité d'ensemble due à la finance globale de marché permettrait en théorie que les gagnants compensent les perdants, si du moins on arrive à se mettre d'accord sur la situation de référence pour désigner perdants et gagnants. Il faut bien prendre conscience des difficultés de cette question. Il faudrait en effet imaginer ce que serait la mondialisation actuelle avec, par exemple, la finance des années 1960. On voit bien que c'est impossible, car elles seraient incompatibles. C'est en vérité une question qui exige un exercice de pensée du même type que la question prospective suivante, désormais d'une actualité brûlante : « Que se passerait-il aujourd'hui si, pour tenter de remédier à l'instabilité évidente de la finance globale, nous mettions en place un système financier très différent, avec par exemple des règles instaurant un strict cloisonnement des activités financières, de manière à éviter qu'un krach sur un marché financier engendre une crise bancaire ? » La comparaison précise de deux systèmes globaux dont l'un est nécessairement imaginaire paraît très difficile.

Tout au plus pourrait-on proposer l'évaluation suivante. La finance bancaire cloisonnée était certainement bien adaptée au financement des grands oligopoles constitués de champions nationaux et engagés dans la production de masse, ainsi qu'au financement des États ayant essentiellement recours à l'épargne nationale pour combler leurs déficits. La finance globale de marché est sans doute plus efficace pour financer des *start-up* innovantes et la croissance extrêmement rapide mais risquée de certaines entreprises, ainsi que pour financer les déficits publics par des transferts internationaux d'épargne. En revanche, elle est incontestablement beaucoup plus instable et cette instabilité a un coût. Les coûts de l'instabilité sont-ils supérieurs aux gains d'efficacité dans l'innovation ? C'est cela qui est pratiquement impossible à évaluer précisément, parce qu'on ne peut pas construire le référentiel de façon très rigoureuse.

En revanche, on peut discuter des conditions de possibilité d'une réforme du système actuel. La réforme concerne trois dimensions d'importance inégale de l'instabilité du système : les crises de change dans les pays pauvres et

émergents, l'instabilité des changes et le déséquilibre des balances de paiement entre grands pays, l'instabilité systémique : les booms et krachs sur les marchés relayés par des crises bancaires.

## LES CRISES DE CHANGE DANS LES PAYS PAUVRES ET ÉMERGENTS

Les crises de change et leur cortège de conséquences économiques : effondrement du change, effondrement des autres marchés d'actifs, voire de l'immobilier, profonde récession et plan de redressement imposé par le FMI si le pays lui emprunte, ont été nombreuses à partir des années 1990. Mexique en 1994 ; Asie du Sud-Est en 1997 ; Russie en 1998 ; Argentine en 2001 ; Turquie en 2001 ; Brésil en 1999 et en 2002. Bien qu'il soit en toute rigueur impossible de l'affirmer, dans bien des cas et très probablement en Asie du Sud-Est en 1997, ces crises ont eu une dimension autoréalisatrice prépondérante. En d'autres termes, elles auraient pu ne pas se produire et les pays concernés, au prix d'ajustements internes parfaitement pratiques, auraient pu poursuivre sur leur trajectoire de croissance antérieure. Une crise financière sans fondement macro-économique réel leur a donc fait perdre deux ou trois ans de croissance.

Dans cette période, le FMI reconnaît aujourd'hui lui-même avoir fait des erreurs. Il a recommandé une ouverture trop rapide du compte de capital à certains pays, ce qui les a exposés aux flux et reflux de capitaux très mobiles, y compris d'ailleurs des capitaux appartenant aux résidents de ces pays, alors que leur système bancaire était encore fragile. La crise de change s'est donc immédiatement transformée en crise bancaire très profonde aux effets récessifs considérables. Il aurait bien mieux valu réformer d'abord les systèmes bancaires et ouvrir ensuite très progressivement les frontières aux mouvements de capitaux. Cela n'aurait pas nécessairement entravé les flux d'investissements directs étrangers, qui sont de très loin, avec les envois de fonds des travailleurs immigrés, les flux les plus efficaces pour accélérer le rattrapage du pays. Le rôle des flux de capitaux placés en actifs très liquides, ce qui les rend très volatils, est beaucoup plus discutable. Il existe désormais une sorte de consensus sur cette question : une ouverture plus prudente, des contrôles prudentiels du système bancaire préalables, un système de change fixe mais facilement ajustable avec un panier de monnaies, décourager l'endettement à court terme bancaire.

Un problème reste pendant : l'adoption d'un « code de faillite pour les États ». Il consisterait, quand un État ne peut pas assurer le service de sa

dette souveraine, à réunir tous ses créanciers et à répartir entre eux, soit les pertes, soit le refinancement de l'État. Ainsi serait supprimé « l'aléa moral » que constitue l'intervention quasi systématique du FMI pour prêter aux États défallants de manière à ce qu'ils puissent rembourser leurs créanciers privés. Ces derniers empochent donc les primes de risque, mais ils n'assument pas les risques quand ils surviennent ! Un phénomène assez répandu dans la finance de marché globale. Jusqu'ici, les négociations pour adopter un tel code n'ont pas abouti. Ce n'est pas faute de propositions, il en existe et de fort raisonnables. Mais un code de faillite contraignant pour les créanciers obligerait tous les États à accepter que des banques résidant sur leur territoire soient contraintes par une autorité supranationale, le gestionnaire de la faillite. Un abandon de souveraineté que n'ont jamais accepté les États-Unis d'Amérique, jusqu'à présent.

## LES DÉSÉQUILIBRES DES BALANCES DES PAIEMENTS ET L'INSTABILITÉ DES CHANGES ENTRE LES GRANDES MONNAIES

La finance globale a connu des booms et des krachs sur les marchés d'actions, immobiliers, des commodités et de l'art. Elle a connu des crises bancaires d'extension et de profondeur variable. Elle a connu des crises de change violentes qui ont affecté certaines petites monnaies, mais pas (encore ?) de crise de change affectant une grande monnaie. Le dollar en particulier, dont de nombreux experts prédisent depuis une vingtaine d'années l'effondrement si « on ne prend pas le taureau par les cornes » selon leurs recommandations.

Le système monétaire et financier international actuel engendre en effet la dynamique suivante. Une politique américaine d'abondance monétaire favorise la croissance de l'endettement des résidents américains et particulièrement des ménages, qui empruntent pour consommer et acquérir des biens durables, dont leur maison. Compte tenu des investissements des entreprises qui sont également soutenus en raison du dynamisme technologique du territoire américain, les résidents américains dans leur ensemble consomment nettement plus qu'ils ne produisent. Ce comportement est donc initialement financé par la politique monétaire américaine. Consommant plus qu'ils ne produisent, ils importent beaucoup plus qu'ils n'exportent. Leur balance de base est négative de plusieurs centaines de milliards de dollars chaque année. Il existe donc nécessairement des excédents de balance de base équivalents quelque part dans le monde, en l'occurrence en Asie et tout particulièrement en Chine. Car la Chine renforce délibérément

la boulimie américaine en maintenant un taux de change bas pour le yuan. La Chine produit beaucoup plus qu'elle ne consomme et exporte massivement aux États-Unis. Ce sont donc les résidents chinois, puis la banque centrale chinoise (puisque les résidents chinois n'ont pas le droit en général de placer eux-mêmes leur épargne à l'étranger) qui concentrent entre leurs mains une bonne partie de la monnaie émise par le système bancaire américain pour financer l'excès de consommation des résidents américains. Cette monnaie, la banque centrale et les fonds souverains chinois la placent naturellement à l'étranger en actifs financiers.

Supposons pour l'instant qu'ils la placent entièrement en actifs vendus par les résidents américains et libellés en dollars. Le seul problème serait que les résidents américains n'aient bientôt plus rien à vendre, ni immeubles à Manhattan, ni actions d'entreprises américaines, ni titres de dette. On en est évidemment encore très loin. Mais se pose un second problème, plus immédiat. Les détenteurs officiels chinois de dollars peuvent aussi vouloir diversifier leurs portefeuilles et investir dans des titres en euros, ce qui les conduit à vendre des dollars contre des euros et par conséquent à faire monter l'euro contre le dollar. Éventuellement au point de provoquer un véritable krach sur le dollar, dont les conséquences sont à vrai dire assez difficiles à anticiper.

La question a par conséquent deux dimensions. Une dimension de long terme : les résidents chinois permettent aujourd'hui aux résidents américains de consommer à crédit. Seront-ils remboursés un jour ? C'est-à-dire : seront-ils un jour en position de pouvoir à leur tour, quand leur population aura vieilli, consommer pendant de longues années plus qu'ils ne produisent ? Il faudrait pour cela, par exemple, que les résidents du territoire américain se mettent à produire beaucoup plus qu'ils ne consomment pendant de longues années. C'est fort peu probable. La seconde solution serait qu'un autre territoire se place dans cette situation. Ce ne pourrait être que les derniers à s'engager dans un processus de rattrapage où ils accepteraient, comme la Chine le fait aujourd'hui, de produire plus qu'ils ne consomment pour apprendre le plus vite possible. Seule l'Afrique pourrait jouer ce rôle. On voit ici, une fois de plus, que les pays émergents ont un profond intérêt stratégique au rattrapage de l'Afrique. Leur retraite en dépend !

La dimension plus immédiate du problème, c'est que l'Europe est aujourd'hui l'otage des choix de politique économique des Américains et des Chinois. Il en résulte de fortes fluctuations de l'euro. Si l'on veut stabiliser

les conditions de la compétition dans la mondialisation, il faut régler ce problème. C'est un enjeu beaucoup plus important que les questions de protections tarifaires. Aujourd'hui, alors que tout le monde hurle au désastre inévitable à la moindre menace de retour au protectionnisme commercial, on assiste sans broncher à la pratique d'un mercantilisme à très grande échelle mais monétaire, qui s'exerce par le biais de l'autonomie des politiques économiques dans un système de changes flexibles.

Si l'on veut y remédier, on sait parfaitement quoi faire : la seule voie est la coordination des politiques économiques entre Union européenne, États-Unis, et puissances asiatiques.

## L'INSTABILITÉ SYSTÉMIQUE

La crise financière initiée par celle des *subprimes* aux États-Unis est sans conteste la plus profonde qu'ait connue la finance globale de marché, car c'est une crise bancaire généralisée. On était déjà probablement passé assez près d'une crise bancaire lors de la faillite du fonds LTCM en 1998. Mais les conséquences de l'événement avaient été étouffées dans l'œuf.

Une fois la crise bancaire de 2008 enclenchée, les autorités monétaires et les gouvernements ont fait dans leur ensemble ce qu'ils pouvaient faire. Fixer des planchers aux prix sur les marchés déboussolés, en s'engageant à racheter les créances et les actifs douteux ou en s'engageant à recapitaliser les banques d'une part, en procurant toute la liquidité nécessaire d'autre part. Mais elles ne sont pas parvenues à empêcher le déclenchement d'une crise de confiance. Puisque le retour de la confiance obéit à des lois encore plus impénétrables que sa disparition, la longueur de la crise, la profondeur de ses conséquences économiques et ce qu'à son terme il en aura coûté d'argent public, resteront imprévisibles jusqu'à la fin, où l'on ne pourra que les constater. En tout état de cause, durant la crise, le mistigri doit être purgé. L'enjeu de la crise, c'est de décider qui va perdre. Il y aura bien sûr des résistances. Les réduire prendra un certain temps et prolongera d'autant la récession qui accompagne la crise bancaire et qui naturellement la renforce.

Comme toujours à l'occasion d'une crise financière de quelque ampleur, on en appelle bruyamment à plus de réglementation. Il faut en finir avec Wall Street et la City, entend-on, et avec leurs mœurs cyniques et dépravées ! Il faut un « nouveau Bretton Woods » ! Certes, les capitalismes sont réformables et la finance globale de marché également. On peut

même envisager des réformes assez radicales. Le passage de la finance bancaire cloisonnée à la finance de marché globale s'était fait selon deux axes distincts. Le premier fut l'ouverture des frontières aux mouvements de capitaux ; le second, le décloisonnement des métiers de la finance, connectant entre eux tous ses compartiments. On peut parfaitement envisager des mouvements inverses sur ces deux axes. Il est cependant peu probable que l'on revienne sur la libre circulation des capitaux, sauf peut-être pour résorber l'anomalie et la grande hypocrisie que constituent les paradis fiscaux<sup>1</sup>.

Faisons donc l'exercice de pensée consistant à examiner un instant les solutions les plus radicales envisageables sur le second axe pour supprimer les crises bancaires. On séparerait totalement les activités bancaires des activités de marché<sup>2</sup>. Les banques de dépôts ne seraient autorisées qu'à faire des crédits et ne s'approvisionneraient en liquidité qu'auprès de la banque centrale, qui aurait donc le monopole de la création monétaire. Les banques n'auraient évidemment pas le droit de prêter aux activités de marchés. Celles-ci ne bénéficieraient donc d'aucun effet de levier et se joueraient exclusivement entre de vrais épargnants risquant leur propre argent et des entrepreneurs, avec tous les intermédiaires financiers que ces acteurs trouveraient utiles d'employer. Soit. Ce serait un système financier assez rustique, mais concevable. Le grand public disposerait d'un système bancaire aussi sûr que possible, car isolé de la finance de marché.

Reste qu'il existe dans toute économie une masse incompressible de risques. Reflet des paris sur l'avenir que font en permanence les acteurs économiques, cette masse est d'autant plus grande que la croissance est vigoureuse et elle est irréductible. Dans ce système cloisonné, la totalité des risques étant confiné sur les bourses et les marchés dérivés, ces marchés deviendraient extraordinairement volatils et le grand public n'échapperait pas totalement aux fluctuations macro-économiques engendrées par cette instabilité. Il ne faut jamais perdre de vue que le risque financier et ses conséquences, les purges du mistigri, sont inévitables et nécessaires, le choix restant étant celui de la forme des purges.

- 
1. Rappelons qu'il existe un paradis fiscal en France, Monaco, dont le Premier ministre est un haut fonctionnaire français.
  2. Dans l'esprit, donc, du *Glass Steagall Act* américain de 1933, finalement abrogé en 1999, après avoir été quasiment réduit à néant à partir des années 1980.

Une réforme d'une telle radicalité n'est cependant pas susceptible (à l'heure où cet article est écrit) de rassembler des forces suffisantes pour la faire accepter. Les réformes les plus généralement proposées conservent l'hypothèse d'une finance de marché non cloisonnée. Leurs principes sont simples à exprimer : « des épargnants mieux informés contraignant les institutions financières à plus de responsabilité dans la prise et la gestion des risques ». Certes, c'est exactement ce qu'il faudrait faire, mais il est douteux qu'on progresse beaucoup dans cette direction : incomplétude et asymétrie de l'information sont en effet irréductibles et on voit très mal comment y remédier.

C'est ainsi que les analystes financiers, particulièrement depuis l'affaire Enron, ne sont plus vraiment convaincants dans le rôle de producteur d'information fiable pour les petits épargnants. Les agences de notation avaient meilleure réputation, jusqu'à ce qu'elles échouent spectaculairement à informer de la qualité des obligations adossées à des crédits immobiliers *subprimes*. Mais de toute façon, seraient-elles sans reproches, les petits épargnants n'auraient pas les moyens de traiter l'information qu'elles délivrent. Ils continueront à n'avoir d'autre choix que de confier leur épargne à des gérants, qui eux-mêmes n'auront d'autres objectifs que de répliquer l'évolution des marchés, c'est-à-dire de ne rien faire en prélevant cependant une confortable commission.

Quant aux gros investisseurs, y compris les banques qui jouent pour leur propre compte et les fonds qu'elles financent abondamment, ils bénéficieront toujours de la meilleure information possible. Quoi qu'il arrive et quoi qu'en disent ceux qui réclament la « fin de Wall Street », ils continueront donc à se livrer au jeu passionnant et lucratif qui consiste à passer les risques aux autres en gardant les rendements pour soi, grâce à des montages et à des instruments sans cesse renouvelés dont la conception et la gestion mobilisent les compétences de milliers de mathématiciens de haut niveau.

On voit très mal comment le renforcement des réglementations, auquel tout le monde appelle aujourd'hui *ad nauseam* – quand on ne se donne pas de surcroît le ridicule de prôner « plus de transparence » – pourrait remédier sérieusement aux conséquences inévitables de cette donnée fondamentale : l'incomplétude et l'asymétrie irréductibles de l'information. La réglementation est condamnée à une course-poursuite derrière l'imagination financière, qui toujours cherchera à dissimuler des risques pour pouvoir les faire prendre par d'autres tout en conservant les rendements. C'est la raison



fondamentale pour laquelle le grand scandale aux yeux de certains que sont la privatisation des gains et la socialisation des pertes risque fort de perdurer après les réformes, qui en fin de compte seront très probablement assez cosmétiques, une fois passé le plus gros de la crise.

Que faire dans ces conditions ? Puisque l'instabilité engendrée par la finance globale de marché semble inévitable, les États doivent renforcer leurs moyens de politiques contra-cycliques. En phase de boom : éviter les politiques monétaires trop laxistes et accumuler des excédents budgétaires, de manière à pouvoir faire l'inverse à grande échelle après le krach. Enfin, coordonner les politiques économiques entre grandes puissances, pays émergents compris, et donc supprimer définitivement le G9 au profit d'un G20 nettement plus actif.

## Le virus brownien et la déroute des professionnels en finance

CHRISTIAN WALTER

*« Aux industriels qui n'ont cure de la justesse d'une formule pourvu qu'elle soit commode, nous rappellerons que l'équation simple, mais fausse, c'est tôt ou tard, par une revanche inattendue de la logique, l'entreprise qui échoue, la digue qui crève, le pont qui s'écroule ; c'est la ruine financière, lorsque ce n'est pas le sinistre qui fauche des vies humaines. »*

Cette extraordinaire mise en garde que le grand physicien et historien des sciences français Pierre Duhem (1861-1916) écrit en 1893 dans *La Revue des questions scientifiques*, à propos de ce qu'il perçoit être une fragilité dans la manière d'utiliser la science dans l'industrie, nous pourrions presque entièrement la faire nôtre aujourd'hui, tant sa modernité est d'actualité. En effet, ce sont des modélisations mathématiques simples et fausses en finance, mais préférées par les professionnels et les régulateurs à d'autres modèles pour leur simplicité même, qui ont conduit l'ensemble des acteurs financiers de la planète à la débâcle que nous connaissons. Nous soutenons ici que cette débâcle repose pour une grande part sur une représentation abstraite mais fausse du risque, que nous appelons *représentation brownienne* de l'incertitude, qui est massivement passée dans les pratiques professionnelles et dans les réglementations prudentielles gouvernant l'activité des établissements financiers. Nous montrons comment l'image trompeuse du risque qui résulte de cette vision abstraite a eu des effets à la fois techniques (favorisant des prises de positions trop risquées) et cognitifs (conduisant à l'instauration de règles et de normes pathogènes pour les professionnels). Nous soutenons qu'un remplacement de cette représentation est indispensable pour la reconstruction de la finance sur

des bases saines. Nous terminons en abordant certains enjeux éthiques associés à cette représentation brownienne dans la recherche en responsabilité des origines de la crise.

## DE L'IMAGE DE LA BOURSE À LA COMPRÉHENSION DU RISQUE

La construction d'une bonne *image* de la Bourse est essentielle pour les professions financières, mais aussi pour les économistes et plus généralement la compréhension des interactions entre économie et finance. En effet, l'*image* du marché est ce que les acteurs de la finance ont à l'esprit lorsqu'ils prennent des positions, contrôlent les risques ou gèrent des portefeuilles. Ceci car l'image d'un marché agit dans la perception du *risque* de fluctuations des cours, et la modélisation des variations boursières n'est que la traduction mathématisée de cette image du marché, en réalité une *image de l'incertitude*.

Quiconque a déjà examiné de près une trajectoire boursière concrète, comme celle présentée sur la figure 1, ne peut qu'être convaincu du caractère fondamentalement *discontinu* de toute trajectoire de cours. À chaque cotation, il se produit un *saut*, passage d'une valeur à une autre, et cette discontinuité décrit la nature fondamentale des prix : une invention, un mécanisme, introduits dans le but de permettre précisément la discontinuité. Si on allonge la période d'analyse du cours, le phénomène reste présent (figure 2) : les discontinuités ne disparaissent pas. En fait, l'image qu'offre une trajectoire boursière est celle d'une discontinuité présente à tous les instants (Mandelbrot, 1997).

Les cotations surviennent à des moments imprévisibles et ces moments suivent une horloge qui n'est pas celle du temps physique. La variation d'un cours peut être concentrée dans un temps très court, ou au contraire s'étaler sur un temps très long. La durée entre deux cotations peut ainsi être très brève ou au contraire très longue. Les cotations sont *désynchronisées* par rapport au temps calendaire, et le temps du marché ne semble pas suivre le temps usuel. Le temps qui sépare deux cotations est défini par le rythme des échanges de titres qui vident les carnets d'ordre. Il s'agit d'un « temps des événements » par opposition au temps de l'horloge physique qui serait un « temps sans événement ». Comme ce temps des échanges est défini dans l'espace social du marché, on peut dire qu'il s'agit d'un *temps social* qui serait ici un *temps boursier*, qui n'est pas sans rappeler la notion du « temps des marchands » de l'histoire médiévale. L'horloge qui compte

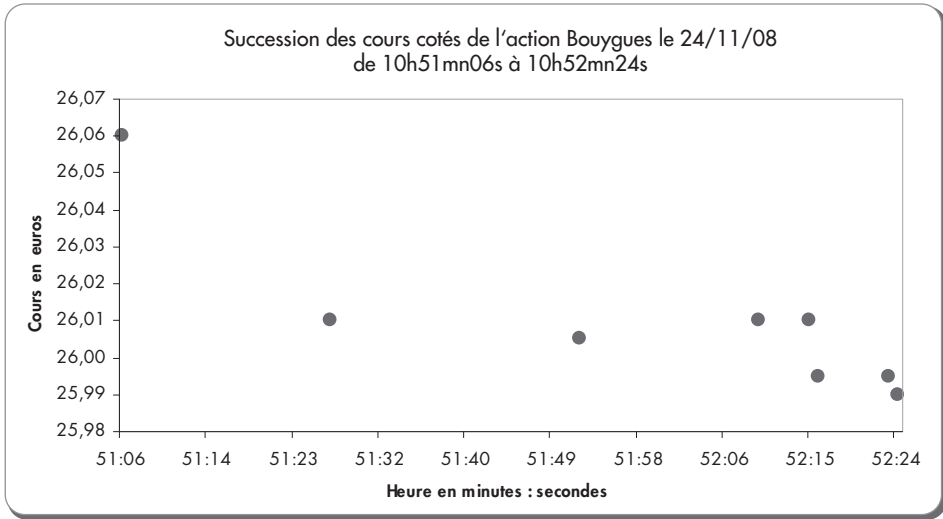


Figure 1 – Évolution du cours de l'action Bouygues le 24 novembre 2008 sur une minute

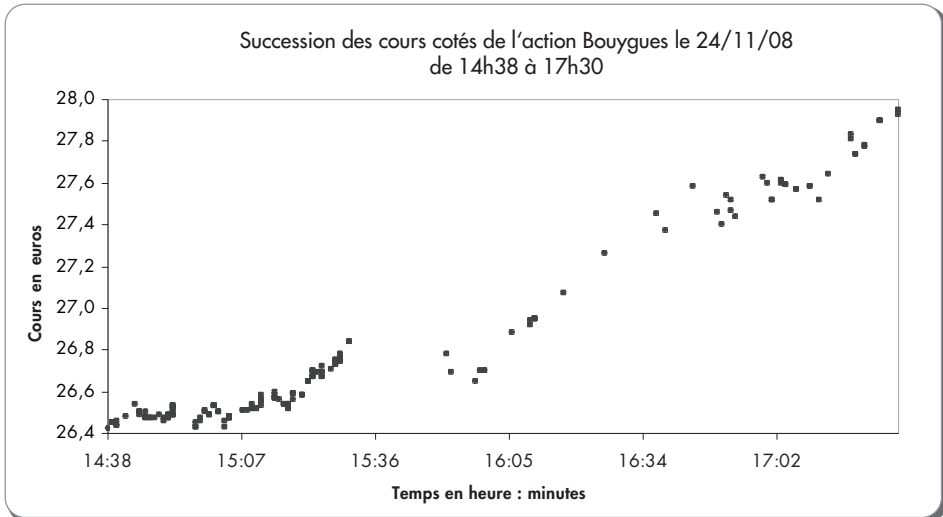


Figure 2 – Évolution du cours de l'action Bouygues le 24 novembre 2008 sur trois heures

ce temps étant réglée par l'arrivée imprévisible des ordres d'achat et de vente, c'est donc une *horloge aléatoire* (Geman, 2008). Comme ce temps social de l'échange est un *temps intrinsèque* au marché, on peut dire que *les marchés créent leur propre temps*.

Deux phénomènes caractérisent donc fondamentalement la nature des variations boursières : des discontinuités permanentes, une désynchronisation du temps physique.

## LA REPRÉSENTATION BROWNIENNE DU RISQUE

Or, alors que c'est la discontinuité et la désynchronisation qui caractérisent les marchés réels, l'image du marché qui est passée dans la totalité des modélisations mathématiques, des méthodes de gestion et des réglementations internationales est celle de la *continuité synchronisée*. Une représentation très particulière des variations boursières a prévalu depuis 1900, qui a utilisé un modèle de fluctuations dans lequel on faisait l'hypothèse d'une continuité trajectorielle régulière nonobstant les sauts de valeur observés et l'horloge asynchrone des cotations : la *représentation brownienne* des marchés. Cette représentation brownienne est appelée ainsi car elle utilise comme noyau probabiliste dans ses modèles mathématiques un processus aléatoire particulier, le mouvement brownien. Dans la mesure où elle ne prenait pas en compte le « rugueux », c'est-à-dire les discontinuités trajectorielles, cette représentation brownienne a forgé dans l'esprit de ceux qui l'utilisaient une image de l'incertitude que l'on peut appeler régulière ou « lisse ».

Avec cette représentation, il suffisait de relever les variations successives des cours ou des rentabilités à intervalles réguliers, et de mesurer leur variabilité par un seul paramètre de risque qui était supposé le formaliser entièrement, la volatilité. C'était une idée séduisante : assimiler chaque cours coté à un *relevé* de point sur une trajectoire continue. Ainsi, l'on pouvait tout à fait concilier l'observation d'une trajectoire boursière discontinue comme celles figurant sur les figures 1 et 2 avec une représentation brownienne continue : les cours étaient des extractions de trajectoire. La question des discontinuités se posait alors de la manière suivante : par rapport à la représentation brownienne, les points qui apparaissaient sur une trajectoire réellement observée étaient-ils dans une distance telle que cette distance correspondait bien à la trajectoire théorique de cette représentation ? C'est ici qu'intervient précisément la notion de volatilité. La volatilité fournit l'*échelle* des fluctuations : c'est la fameuse « parabole de la volatilité », courbe conique que connaissent bien les opérateurs de marché et les gérants de portefeuilles de long terme qui vendent la décroissance du risque avec la patience d'attendre. Les fluctuations des rentabilités

s'inscrivent toutes, pour une probabilité donnée, à l'intérieur d'une parabole qui dépend de cette probabilité, et qui définit les *enveloppes de risque*.

Cette représentation brownienne était à la fois séduisante et commode. Elle était séduisante car elle donnait l'impression que l'incertitude était maîtrisable en raison de l'aspect lisse des fluctuations, alors que le rugueux peut inquiéter. Elle était commode car le mouvement brownien permet des calculs simples pour les opérations financières en raison de la traduction mathématique de cet aspect lisse, des courbes coniques (la parabole de la volatilité) que l'on déplace dans l'espace. Et on connaît l'attrance des professionnels pour les idées simples : de ce point de vue, le mouvement brownien répondait bien à cette demande de simplicité.

### Ses conséquences professionnelles : l'illusion probabiliste de la maîtrise du risque

Par malchance pour les professionnels qui utilisaient des moteurs browniens, les marchés réels, comme on l'a dit, ne sont pas browniens. On a beaucoup parlé de produits toxiques, mais c'est plutôt la conception du hasard brownien qui était toxique. De fait, tous les calculs fondés sur le mouvement brownien ont tragiquement sous-évalué les risques financiers. Ainsi par exemple des notes Moody's : ces notes reposaient sur des modélisations des années 1970 dans lesquelles l'hypothèse de continuité brownienne était indispensable. À titre d'exemple, on a recalculé en 2006 sur les données Moody's les risques de défaut des crédits hypothécaires titrisés en utilisant des processus non browniens (Le Courtois et Quittard-Pinon, 2006) : on a trouvé un écart de 1 à 5 avec les notes Moody's. Autrement dit, l'hypothèse de continuité brownienne a eu pour effet de sous-estimer les risques réels d'un facteur 5.

De la même manière, les calculs de besoins en fonds propres qui ont utilisé cette hypothèse ont sous-estimé les réserves nécessaires à mettre en place en fonction des risques pris. Une notion comme la *Value-at-Risk* n'est pas en soi mauvaise : tout dépend de ce que l'on y met comme ingrédient probabiliste. La VaR est un peu comparable à un verre : selon que l'on y verse de l'eau ou du mercure, cela n'aura pas le même effet sur le buveur. Ainsi, les VaR de verre ont été remplies d'eau brownienne. Ou encore, pour changer d'image, tout s'est passé comme si l'on avait rempli des bouteilles d'eau (les VaR), puis on les avait placées dans un réfrigérateur : l'eau s'est transformée en glace, son volume a augmenté et les bouteilles se sont brisées sous l'effet du changement d'état de l'eau, de l'état liquide à l'état

solide. Ainsi, les VaR browniennes se sont brisées sous l'effet d'un changement d'état du hasard, de l'état lisse (brownien) à l'état rugueux (non brownien). Tel est fondamentalement le problème auquel se sont trouvés confrontés les professionnels de la finance. Ils avaient utilisé des outils et méthodes construits pour gérer de l'eau : c'est en réalité la glace qui est apparue et qui a tout détruit. Des VaR non browniennes, comme la recherche en finance les développe depuis au moins une dizaine d'années en particulier en Europe, auraient pu servir et auraient produit des valeurs bien plus fiables et sécurisantes pour les activités financières : encore aurait-il fallu que les professionnels concernés acceptent de changer le liquide dans leur VaR. Or les professionnels, comme les régulateurs, comme les agences de notation, ont préféré conserver de l'eau brownienne.

L'hypothèse brownienne a ainsi conduit à la formation de croyances fausses sur le comportement des instruments financiers et la nature des risques de marché. Ne nous limitons pas à déceler les effets de cette hypothèse dans les seuls calculs des modèles mathématiques : on a montré ailleurs que la *vision brownienne* des marchés a influencé la conception des comités de normalisation comptable : la doctrine de la *fair market value* et la norme IAS 39 trouvent leur fondement conceptuel dans l'hypothèse de l'unicité du prix dans un marché complet arbitré (Walter, 2006), unicité qui nécessite une hypothèse de fluctuations browniennes. À défaut, on sait qu'il n'y a plus unicité du prix et que la complétude d'un marché devient problématique. L'idée d'une valorisation simple au prix de marché perd alors son fondement théorique le plus essentiel. En clair, la représentation brownienne de l'incertitude a eu deux effets principaux : produire des calculs sous-estimant le risque réel des marchés, inspirer des règles de fonctionnement donnant l'illusion d'un contrôle de ce risque.

Pour utiliser une autre métaphore, on pourrait comparer la diffusion de la croyance brownienne à la propagation d'un virus dans des populations non protégées : le virus brownien a ainsi contaminé sur des étendues de plus en plus grandes les professionnels et les régulateurs, jusqu'à la pandémie dont le déclenchement fut la crise des crédits hypothécaires.

## La pénétration du virus brownien dans la finance américaine

Le virus brownien est entré dans la finance américaine dans les années 1950, bien que l'on puisse faire remonter la conception brownienne des variations boursières à 1900, voire au milieu du XIX<sup>e</sup> siècle si l'on considère que la trace de la présence du virus est la mesure du risque par la seule

volatilité. Avec cette conception réductrice du risque, Harry Markowitz fonda en 1952 la théorie des choix de portefeuilles, complétée par James Tobin en 1958 et achevée par William Sharpe en 1963 avec le modèle linéaire (la relation bêta) et en 1964 avec le modèle d'évaluation des actifs financiers (*Capital Asset Pricing Model*, ou CAPM). Tous ces modèles statiques nécessitaient la validation de l'hypothèse gaussienne sur les rentabilités, qui représente en statique l'équivalent de l'hypothèse brownienne. Puis le virus brownien contamina les mesures de performances des portefeuilles. Successivement furent élaborées à partir du CAPM par Jack Treynor en 1965, par Sharpe en 1966, par Michael Jensen en 1968, et par Eugene Fama en 1972 les mesures qui portent leur nom : ratio de Treynor, ratio de Sharpe, alpha de Jensen, attribution de performance de Fama.

Le virus prit une extension nouvelle dans les années 1970. D'une part, sur le champ théorique, le développement de la théorie des options construite par Fisher Black, Myron Scholes et Robert Merton en 1973 nécessitait impérativement la présence de trajectoires browniennes pour l'évaluation puis l'annulation du risque des instruments dérivés. D'autre part, dans les pratiques professionnelles, les années 1970 sont les années de diffusion massive du virus dans les fonctionnements concrets des établissements financiers et bancaires. Ainsi, en 1971, à partir des conceptions de Markowitz et Sharpe, renforcées par les résultats des mesures de performance de Treynor et Jensen qui font apparaître l'absence de valeur ajoutée des gestions actives de portefeuilles, la société Wells Fargo conçoit et vend le premier fond indicel de l'histoire de la gestion d'actifs, indexé sur le NYSE. Mais surtout l'*Employee Retirement Income Security Act* de 1974 (ERISA) installe dans les réglementations professionnelles pour la gestion des fonds de pension une manière de gérer l'épargne longue qui fait entrer le CAPM dans l'organisation concrète des établissements financiers. La décomposition conceptuelle entre allocation stratégique, allocation tactique et choix de titres, relayée par les cabinets de consultants au moment des appels d'offres, devient la norme d'investissement des professionnels pour longtemps. Cette décomposition nécessite des trajectoires browniennes sans lesquelles il est impossible de justifier la convergence des performances à long terme vers celle du portefeuille appelé « stratégique ».

Les années 1980 sont celles de l'épidémie généralisée. Avec le développement des marchés dérivés et celui des gestions indicelles, le virus brownien touche à peu près tous les segments de l'industrie financière américaine. Il passe en Europe à ce moment, produisant les mêmes effets dans les organisations et pratiques professionnelles de la finance et des



banques. C'est dans les années 1980 que l'on commence à mettre en place les calculs de besoins en fonds propres des banques au moyen d'indicateurs comme la VaR brownienne, par l'action du comité de Bâle qui a le même effet pour les banques que la législation Erisa pour les gestionnaires d'actifs. La représentation brownienne irrigue la totalité des systèmes de calculs, des méthodes de gestion et de contrôle, des établissements financiers et bancaires. Tel le sang contaminé par le virus du sida, le virus brownien coule dans les veines de l'industrie financière.

Le krach de 1987, malgré les faillites retentissantes qu'il provoque, par exemple en France celle de charges d'agents de change très connues, ne stoppe pas la propagation du virus. La lecture des commentaires des acteurs en faillite aurait pu inciter l'industrie financière à examiner les fondements de ses modèles : on lisait en effet au moment du krach que « les gestions des couvertures des risques par la technique du delta neutre n'avaient pas fonctionné ». De fait, la technique de gestion dite du « delta neutre » nécessite impérativement une trajectoire brownienne. Mais il n'en a pas été ainsi. Au contraire, le virus a trouvé un nouveau champ d'extension en passant de la finance à la comptabilité. La mise en œuvre progressive des normes internationales IFRS qui contenaient la fameuse norme IAS 39 solidifiait dans les pratiques comptables l'idée d'une martingalisation des marchés, produisant pour la comptabilité le même effet que le comité de Bâle pour les banques et que la législation Erisa pour les fonds de pension. À la fin des années 1990, rien ne semble pouvoir arrêter la propagation de l'épidémie et c'est l'économie qui commence à être affectée par les effets du virus, avec la croissance sans limite de la financiarisation du monde (produits dérivés sur quantités issues du monde physique, comme le courant électrique, l'énergie, etc.). Au-delà des aspects délictueux dont on a beaucoup parlé, l'affaire Enron représente une illustration du passage du virus dans l'économie : lesdites idées nouvelles du charismatique Jeff Skilling, considéré comme un visionnaire à l'époque, qui avaient consisté à transformer Enron en une sorte de bourse de gaz naturel, s'appuyaient sur l'hypothèse que l'on pouvait transformer l'énergie en un instrument financier et gérer cet instrument financier avec les techniques des marchés dérivés mises au point par Black, Scholes et Merton. La faillite s'ensuivit en 2001.

Elle avait suivi la faillite du fonds LTCM, au conseil d'administration duquel on trouvait justement les fondateurs de la théorie des options : on sait que les investissements de LTCM étaient fondés sur l'application des théories de Merton et gérés selon les techniques nécessitant des trajectoires browniennes. Malgré ces fausses notes, discordantes dans le consensus

généralisé de la finance américaine devenue mondiale, les années 2000 sont celles de l'extension apparemment sans limite de la financiarisation du monde, appuyée sur la martingalisation forcée des marchés et la représentation brownienne des risques. Les techniques de titrisation des crédits hypothécaires consolidées par les notations des agences qui utilisent massivement des modèles datant des années 1970 (comme les noyaux de calculs du modèle KMV de Moody's), en sous-évaluant les probabilités de défaut d'un facteur 5, achèvent de faire pénétrer le virus brownien dans la société. Finalement, l'écroulement généralisé survient en 2007. Tout aura alors été contaminé par le virus brownien.

Il s'agit donc à présent de décontaminer la finance pour pouvoir repartir sur des bases conceptuelles assainies.

## DÉCONTAMINER LA FINANCE PROFESSIONNELLE DU VIRUS BROWNIEN

Pour rendre le tableau vivant et intuitif, on a d'abord parlé des états de l'eau (liquide et solide) et par analogie des états du hasard (lisse et rugueux), puis utilisé l'image du virus pour illustrer la propagation d'une idée pathogène. Essayons maintenant de clarifier ces notions sans user de métaphore car elles sont cruciales pour comprendre le déclenchement de la crise financière à partir des modélisations erronées de l'incertitude et les manières dont il serait possible de décontaminer la finance du virus brownien.

Commençons par donner une définition précise du mouvement brownien. Le mouvement brownien est un processus aléatoire à accroissements indépendants et stationnaires, stable par addition et de loi marginale la célèbre loi normale de Laplace-Gauss. Dans cette définition, chaque mot a de l'importance pour la compréhension de ce qui nous préoccupe. Quatre hypothèses sont en fait empilées pour parvenir à la représentation brownienne : indépendance, stationnarité, stabilité, normalité. Les règles de calculs et les normes prudentielles qui les accompagnent ont jusqu'à présent été fondées sur ces quatre hypothèses. Retirons-les une par une en commençant par la dernière et voyons ce qui se passe. Si l'hypothèse de normalité n'est pas vérifiée mais que les trois autres le sont, on se trouve en présence d'un mouvement appelé stable non brownien. Si l'hypothèse de stabilité n'est pas vérifiée mais que les deux premières le sont, on se trouve en présence d'un processus de Lévy. Si l'hypothèse de stationnarité n'est pas vérifiée mais que celle d'indépendance l'est, on se trouve en présence

d'un processus additif. Si aucune des hypothèses n'est vérifiée, alors on ne peut pas faire grand-chose. Lesquelles garder, lesquelles retirer ?

La recherche en finance s'est sérieusement attelée au problème dans les années 1990 : une poignée de chercheurs européens a conçu une généralisation du cadre brownien et en a extrait des techniques de gestion et d'évaluation de produits financiers bien plus puissantes et plus sûres que celles fondées sur la représentation brownienne (Barndorff-Nielsen, 1997 ; Eberlein, Keller, Prause, 1998). Il est aujourd'hui considéré dans les principaux travaux de recherche que l'on peut conserver les deux premières hypothèses (indépendance et stationnarité), mais qu'il est nécessaire d'abandonner les deux dernières (stabilité et normalité). On passe alors d'une représentation brownienne (continuité synchronisée) à une représentation généralisée par les processus de Lévy (discontinuités désynchronisées). Cette nouvelle représentation probabiliste conduit à revoir les règles prudentielles et les besoins en capitaux, comme les techniques de gestion et de couverture des options et des positions de marché (Carr, Chang, Madan, 1998 ; Carr, Geman, Madan, Yor, 2002). La modification principale vient de ce que le risque n'est plus réduit à la seule volatilité, qui n'en représente que la dimension d'amplitude (la taille du risque). On complète la volatilité par la prise en compte de la dissymétrie hausses/baisses et de la régularité trajectorielle (le degré de discontinuité), qui représentent deux caractéristiques du risque non réductibles à la volatilité (la forme du risque).

Compléter la taille d'un risque par sa forme a des conséquences précises pour la finance professionnelle. D'une part, dans la gestion des portefeuilles, cela conduit à revoir le dogme de la diversification : pour obtenir la meilleure protection à long terme, on montre que la prise en compte de la forme du risque peut amener à concentrer un portefeuille plutôt qu'à le diversifier maximale. D'autre part, dans les calculs de besoins en fonds propres (la VaR), cela conduit à changer les extrapolations du court terme au long terme. Alors que, avec la seule volatilité, on multiplie (par exemple) la VaR à 1 jour par la racine carrée du nombre de jours correspondant à l'horizon recherché (ici racine de 10, soit  $10^{1/2}$ ), la prise en compte de la forme du risque peut amener à changer l'exposant et passer (par exemple) de  $1/2$  à  $3/4$ , ce qui augmente le besoin en capitaux (car  $10^{3/4}$  est plus grand que  $10^{1/2}$ ). Mais parallèlement, la meilleure prise en compte de la forme du risque peut amener à une diminution du besoin en capitaux sur un seul jour car les distributions sont mieux modélisées. Les deux effets peuvent donc se compenser ou non mais on voit que la réponse n'est pas aussi

automatique que dans le cas des VaR browniennes. D'autres exemples pourraient être pris dans d'autres domaines. La représentation par des processus de Lévy permet une plus grande précision et amène à poser différemment la question du risque financier. Notons aussi pour terminer qu'en économie, les mêmes questions se posent également : les quatre hypothèses sont toujours utilisées pour le moment dans les modèles et c'est un des enjeux de la théorie économique que de parvenir à mettre au point des modèles qui s'en abstrairaient.

## QUESTIONS D'ÉTHIQUE DE LA FINANCE

Au terme du parcours que nous avons proposé, il reste à aborder un dernier point qui concerne la question de l'éthique de la finance. On a entendu à maintes reprises que l'une des causes principales de cette crise provenait des comportements avides de banquiers ou financiers. Or on comprend que la perception de la crise à partir d'une contamination des intelligences par ce que l'on a appelé le virus brownien peut conduire à poser un regard différent sur les comportements mis en accusation. Cela de deux manières. D'une part, en considérant que la responsabilité des promoteurs et diffuseurs de la vision brownienne abstraite, et donc des universitaires, peut aussi être mise en cause : pourquoi les universitaires américains, gardiens jaloux du savoir financier professionnel n'ont-ils pas attiré l'attention des professionnels sur les dangers de la représentation brownienne, allant jusqu'à refuser les propositions des universitaires européens sur des changements de modélisation ? D'autre part, parmi les professionnels, certains pouvaient en toute bonne conscience utiliser une représentation fautive du risque, qui les amenait à s'exposer davantage, eux-mêmes et leurs clients.

La première question concerne les universitaires et les milieux de la recherche. On a dit que c'était une poignée de chercheurs européens qui avaient les premiers attiré l'attention sur les dangers que faisait courir aux professionnels la représentation brownienne. Mais ces travaux n'ont, dans l'ensemble, pas eu d'échos, quand ils n'ont pas été purement et simplement refusés par la communauté scientifique américaine. Ainsi, par exemple, l'article qui contredisait les résultats des notes Moody's a été rejeté par la principale revue financière américaine, avant d'être publié par une revue asiatique. Les travaux qui contredisaient les calculs du groupe de Bâle ont été écartés par le comité de Bâle comme non significatifs. Les travaux qui contredisaient le dogme de la diversification pour la protection de l'épargne

longue des fonds de pension ont été retardés de publication pendant plusieurs années. Il a fallu beaucoup de patience et de ténacité aux chercheurs européens de premier plan qui avançaient des réserves sérieuses contre la représentation brownienne pour pouvoir être entendus. Mais cela n'a pas suffi pour que les professionnels modifient leurs systèmes de calculs, pour que les régulateurs modifient leurs réglementations prudentielles ou comptables. On en arrive alors à la deuxième question, le rôle des professionnels.

Ce rôle est ambigu mais on ne peut simplement séparer les bons des méchants comme cela a été fait trop rapidement depuis le début de la crise. Afin d'éviter tout malentendu dans notre propos, nous ne sommes pas ici en train d'évacuer les arguments économiques ou éthiques qui ont été mis en avant pour expliquer l'origine de cette crise, mais de les mettre en perspective et de les compléter par une considération sur l'impact, dans ces attitudes économiques ou éthiques, d'une croyance fautive dans la possibilité de contrôler les risques financiers perçus à travers une vision lisse de l'incertitude. On peut très bien imaginer que le maintien de cette croyance fautive pouvait dans certains cas être *explicitement recherché* par des acteurs financiers qui y trouvaient un soutien pour le développement de leur activité économique. Par exemple, il est clair qu'il aurait été *impossible* de distribuer autant de crédits à autant de ménages sans les montages financiers empilés (SPV, CDO, CDS, etc.) qui *nécessitaient* une croyance dans laquelle on concevait comme possible la transformation d'un risque dangereux en instrument bien noté. Donc deux cas sont possibles parmi les comportements des professionnels : utiliser de bonne foi une représentation trompeuse, utiliser sciemment un modèle faux dont on sait qu'il permet de prendre davantage de risques.

Le pivot de la confiance dans ce système pathogène a été donné par les agences de notation, dont on a montré à quel point elles ont contribué à diffuser une sous-estimation des risques réels à cause de l'hypothèse brownienne à l'origine des notes trompeuses car trop élevées. La ligne de défense des agences de notation (« les modèles mathématiques sont bons mais ont été mal utilisés ») ne tient pas un instant avec un examen épistémologique approprié. Si l'on a bien compris que les modèles mathématiques ne décrivent pas le monde des instruments financiers mais le construisent, on voit comment la conception brownienne logée au cœur des notes des agences a contribué à diffuser une image trompeuse du risque, et a donc encouragé des comportements éthiquement défaillants. Autrement dit, on ne nie pas l'existence de comportements défaillants, mais on soutient que ces compor-

tements n'ont pas trouvé de limites solides à cause d'une *vision abstraite* qui aveuglait l'intelligence, et qui a favorisé les excès que l'on a vus.

La question morale globale peut alors être posée du maintien de cette vision brownienne alors que les travaux de la recherche théorique avaient depuis longtemps fait apparaître ses dangers pour les pratiques professionnelles. Ou, dit plus brutalement, pourquoi a-t-on maintenu le cadre brownien : par négligence ou par cupidité ? On a vu l'action des universitaires américains. Mais plus fondamentalement on touche ici à la relation entre les aspects cognitif et affectif de l'action des professionnels. Un *modèle de pensée* dont ils disposaient a imprégné leurs décisions, mais ils étaient mus par des *motivations* qui les habitaient. Comment s'est opérée l'articulation entre les deux ? On peut faire valoir que la théorie du hasard lisse brownien était partagée par d'autres, donc présentait une dimension plus objective (ou tout au moins intersubjective), mais la question est alors juste repoussée d'un cran. Pourquoi est-ce que, *collectivement*, la vision brownienne s'est ainsi imposée malgré les nombreuses mises en garde qui existaient ? De la réponse apportée à cette interrogation, et de la capacité à effectuer une véritable révolution mathématique en finance professionnelle, dépendra la pérennité de la sortie de la crise.

## RÉFÉRENCES

- BARNDORFF-NIELSEN O., « Normal Inverse Gaussian Distributions and Stochastic Volatility Modelling », *Scandinavian Journal of Statistics*, 1997.
- CARR P., CHANG E., MADAN D., « The Variance Gamma Process and Option Pricing », *European Finance Review*, 1998.
- CARR P., GEMAN H., MADAN D., YOR M., « The Fine Structure of Asset Returns : An Empirical Investigation », *Journal of Business*, 2002, 75, p. 305-332.
- EBERLEIN E., KELLER U., PRAUSE K., « New Insights into Smile, Mispricing and Value-at-Risk : the Hyperbolic Model », *Journal of Business*, 1998.
- LE COURTOIS O., QUITTARD-PINON F., « Risk-Neutral and Actual Default Probabilities with an Endogenous Bankruptcy Jump-diffusion Model », *Asia-Pacific Financial Markets*, 2006, vol. 13, p. 11-39.
- GEMAN H., « Stochastic Clock and Financial Markets », in YOR M. (éd.) *Aspects of Mathematical Finance*, Springer, 2008.
- MANDELBROT B., *Fractals and Scaling in Finance. Discontinuity, Concentration Risk*, Springer, 1997.
- WALTER Ch., « Les martingales sur les marchés financiers. Une convention stochastique ? », *Revue de synthèse*, 2006, n° 2, p. 379-391.



Partie 2

# REGARDS DE L'ENTREPRISE

---





## Conséquences géopolitiques : les relations entre l'Iran et les États-Unis

HERVÉ DE CARMOY

La crise financière qui souffle en tornade sur les économies mondiales dissipe bien des illusions. Il ne faudrait pas qu'elle en suscite.

L'Amérique en crise, amputée de sommes colossales et plus encore des mécanismes de crédit qui lui en apportaient à flots, semble devoir perdre par là de son ascendant. On ne peut en outre s'empêcher de penser que la gigantesque masse de crédit qui faisait sa richesse apparente était aussi ce qui finançait, indirectement, sa puissance militaire. L'effondrement de l'une ne va-t-il pas amoindrir l'autre ?

### LA POSTURE AMBIGUË DES ÉTATS-UNIS

Les États-Unis, s'ils sont dans une certaine mesure dans une ambiance proche de celle de 1929, sont en même temps intégralement dans une posture identique à 1945 : c'est-à-dire que tout en subissant une crise financière très dévastatrice, lourde de conséquences économiques importantes, l'Amérique n'a pas un instant cessé d'assumer le rôle géopolitique qui est le sien depuis l'après-guerre. C'est une immense différence, qui devrait éclairer les perceptions relatives à cette crise-ci.

Il est exact que la destruction de richesse intervenue ou en cours aux États-Unis est de l'ordre de six mois de leur PIB. Autrement dit, on parle ici de pertes énormes, d'un montant allant jusqu'à sept mille milliards de dollars. Ces pertes affaiblissent la puissance américaine et altèrent son image – qui participe de cette puissance. Mais les pertes s'observent partout dans le monde et, en définitive, il s'agit d'une sorte d'homothétie

globale qui ne transforme qu'à la marge les rapports de force : même si d'autres continents moins mondialisés ont moins perdu proportionnellement que certains fonds spéculatifs hautement sophistiqués, on ne voit pas que le sceptre du pouvoir passe sur ces régions.

Au surplus, l'Amérique doit aux accords de Bretton Woods et au pragmatisme de ses institutions de pouvoir injecter dans l'économie les liquidités requises pour la maintenir en ordre de marche et la relancer. Les montants évoqués (jusqu'à cinq milliers de milliards de dollars injectés sur deux ans) sont colossaux.

Mieux, c'est l'exercice même de son magistère global qui reste son meilleur atout pour renflouer son économie, le crédit se portant plus volontiers vers les puissants que vers les défaillants. Les flux récents et significatifs en provenance de l'Inde, de la Chine et du Moyen-Orient sont symptomatiques de ce rapport de force. L'Amérique a donc tout intérêt à maintenir, voire accentuer, sa politique d'hyper-puissance dans l'ordre où elle reste inentamée, celui de la géopolitique.

Un cas d'espèce permet d'apprécier à quel point les fondamentaux de la géopolitique sont demeurés intacts, c'est celui de l'Iran. Détenteur il y a moins d'un an encore d'un énorme surplus (environ deux cent milliards de dollars) tiré d'un pétrole cher et d'une absence de politique sociale qui emploierait cet excédent de ressources à bon escient, l'Iran en a perdu les sept huitièmes dans la tourmente financière et la baisse spectaculaire du prix du pétrole. Ses plans de développement et d'armement, raisonnablement calés sur un prix tendanciel du pétrole de 80 dollars le baril quand il semblait devoir dépasser bientôt les 150 dollars, doivent compter aujourd'hui avec un prix de cette ressource principale divisé par trois.

Qu'est ce que cela change ? Rien. Les données du problème restent les mêmes, à savoir une nation soutenue par la très forte conscience de son éminence historique, soudée par une confession islamique exaltée, tenue par un pouvoir impitoyable mais composite, riche de beaucoup de pétrole et pauvre d'une population au sort très inégal, disposant de grandes capacités humaines au meilleur niveau mondial mais ne leur accordant qu'un rôle second assez frustrant dans la hiérarchie sociale, qui sait qu'elle occupe un espace stratégique exceptionnel, et qui entend gérer ses intérêts. Tel est et demeure l'Iran, riche ou pauvre selon la conjoncture, mais toujours tel.

## L'IRAN ET SES VOISINS : UN ÉQUILIBRE FRAGILE

Cette donnée fondamentale est relativement inélastique aux vicissitudes des conjonctures, et même aux stratégies des autres nations. C'est en fonction d'elle que se définit la stratégie iranienne, qui ensuite compose avec celles qui lui sont opposées. Il est assez logique qu'elle ait conduit les dirigeants iraniens à tenter de donner à leur pays la sûreté d'une dissuasion nucléaire, l'atout d'un développement énergétique pour, après le pétrole, voir la force de frappe capable de leur donner un avantage relatif sur la scène internationale à diverses échelles.

Il est tout aussi logique que ni les pays sunnites environnants – Arabie Saoudite en tête –, ni Israël, ni les pays développés dont le pétrole passe à portée de canon des côtes iraniennes, et l'Inde pas davantage, ne souhaitent voir l'Iran devenir une grande puissance aux coudées franches. Or toutes ces nations ont pour allié et référent les États-Unis.

La Chine, qui pourrait sans réel inconvénient se satisfaire d'un Iran nucléaire, ne veut surtout pas encourager un état prosélyte, d'autant qu'une telle attitude risquerait d'avoir pour conséquence d'altérer gravement ses relations avec les États-Unis, dont dépendent en grande partie la vitalité de ses exportations et donc la prospérité de son économie. Or un taux de croissance à moins de deux chiffres exposerait la Chine à de graves désordres internes.

La Russie apprécie d'avoir un client qui tracasse suffisamment l'Ouest pour devenir un facteur à exploiter dans la négociation des équilibres globaux, mais n'a aucune envie de voir s'ériger sur son flanc sud une puissance nucléaire de plus.

Autrement dit, l'Iran a toutes les raisons de vouloir franchir le seuil d'immunité nucléaire, et manœuvre remarquablement depuis dix ans pour s'en rapprocher, et les États-Unis ont toutes raisons de vouloir le contenir en deçà de ce seuil, au nom sinon de la communauté internationale et du TNP (car comment alors justifier d'avoir validé sa transgression par l'Inde ?), du moins du refus résolu par une majorité d'alliés et de partenaires qu'il en aille autrement sur le plan extérieur, et sur le plan intérieur en raison de l'influence considérable de la communauté juive américaine, dont le lobby est comme on sait le plus puissant des États-Unis.

Cette situation structurelle n'est en rien altérée par le fait que l'Iran a perdu quelques moyens et les États-Unis un pan entier de leur fortune. L'équation reste inchangée. Mais elle reste aussi sans solution à ce jour. La

frappe censée interrompre juste à temps le processus fatal, qui est évidemment planifiée, présente autant d'inconvénients que le maintien ouvert du risque à conjurer. Et il en sera ainsi jusqu'au moment fatal où soit elle aura lieu, soit elle sera devenue impossible parce que les Iraniens auront franchi le seuil fatidique.

Ce sont donc d'autres facteurs que la conjoncture économique-financière qui déterminent la décision stratégique. La capacité américaine à faire la guerre s'il le faut est inentamée. Celle de l'Iran à l'envisager ne dépendait pas d'un surplus budgétaire aujourd'hui amenuisé.

Tout le monde sait, Iraniens compris – et ils en jouent –, qu'Israël ne peut accepter de bombe atomique hostile dans son environnement immédiat, et que les États-Unis ne peuvent se désolidariser d'Israël sur ce point jugé vital. Tout le monde sait, Iraniens compris, que la totalité du monde sunnite redoute l'arrogance perse et chiite, et espère que l'Amérique saura la leur épargner.

Les six grandes puissances nucléaires intéressées (États-Unis, Russie, Chine, Europe – France et Royaume-Uni –, Inde et Pakistan) tiennent à l'équilibre de la non-utilisation dissuasive, et refusent à une nation non assagie l'accès à leur club.

## LES FONDAMENTAUX DE LA SOCIÉTÉ IRANIENNE AU CŒUR DU PROBLÈME

Ce qu'on ne sait pas, c'est le jeu des équilibres internes au pouvoir et à la société iranienne, dont dépend beaucoup le sens des politiques affichées. Ce n'est pas l'Iran en tant que nation qui inquiète, ce sont ses dirigeants qui effraient, tant par leurs positions que par leurs mystères. C'est de là que naît l'enjeu créé par le nucléaire iranien, plus encore que de la chose même.

La question est donc moins cette bombe en gestation, dont la concrétisation se heurte à l'opposition de presque tous, que le devenir de la nation iranienne. Ramenée à un fonctionnement normal, démocratique, orienté vers le développement et donc les échanges mondiaux de toutes natures, consacrée à la réduction des inégalités et de la pauvreté qui la grèvent, cette nation aurait un tout autre statut de partenaire recherché.

Le dégagement américain d'Irak offre une opportunité d'y travailler, en donnant à l'Iran une chance historique d'entrer dans une nouvelle composition avec son environnement, moyennant des garanties de sécurité

mutuelles à négocier avec le reste du monde. Un tel passage délicat suppose quelque synchronisation avec le règlement de la plaie du Proche-Orient qu'est le conflit israélo-palestinien avec ses corrélats libanais ou autres. Il s'agit d'un « grand deal », dans lequel le terrorisme du Hamas, celui du Hezbollah, les mines iraniennes qui tuent en Irak, la sécurité du Golfe, ne comptent pas moins que la question nucléaire.

Il peut même s'agir d'un cadrage plus large encore, voisin de l'idéal originel des Bush père et fils : donner à cette région dans son ensemble une dynamique moderne, donc pacifique et progressivement plus démocratique, car cela en ferait une des grandes zones d'expansion de l'économie mondiale. La même question se poserait ensuite à propos de l'Afrique, s'il est vrai qu'une partie de la crise vient de ce que, les capitaux ne trouvant pas à s'employer fructueusement, normalement, dans ces deux régions, l'arabe et l'africaine, ils se sont accumulés aux États-Unis dans des placements spéculatifs artificiels et un crédit à la consommation déraisonnable dont les excès sont l'une des principales causes de la débâcle financière actuelle. Faire du Moyen-Orient et de l'Afrique des chantiers du monde lisserait très favorablement la croissance mondiale. Cela passe par la paix, qui elle-même est impensable sans que la force en impose la nécessité.

Ce que l'opération irakienne n'a pu accomplir, une négociation en profondeur avec l'Iran, sous la menace très ferme de frappes en cas de manquement, a des chances d'y mener. Il s'agirait au fond de récidiver ce qui a si bien réussi envers l'URSS au temps de la « guerre des étoiles » menée par Reagan. L'alliance chinoise, un partenariat créatif avec la Russie, en seraient sans doute des conditions. Mais la naissance du G20 pour cause de crise en est aussi un facteur favorable, en déclassant dans les chimères d'un autre âge la prétention autarcique et l'inspiration idéologique des Ayatollahs. L'heure d'une nouvelle donne est venue, l'Europe rapprochée des États-Unis par la gestion de la crise peut y aider de toute sa puissance de conviction.

## LES ÉTATS-UNIS : SEULE PUISSANCE CAPABLE

C'est sans doute le chemin d'un rétablissement général, dont les États-Unis ont les clés, parce qu'eux seuls détiennent les moyens de l'alternative, qui serait la destruction du potentiel iranien. De ce rétablissement magistral, l'Amérique capable d'élire Barack Obama, et toujours hyper-puissante, a les moyens plus que jamais, tout comme elle conserve les moyens de rétorsion ou d'influence que doit redouter quiconque envisage de la défier.

La crise financière a balayé des valeurs nominales, qui, tant qu'elles étaient prises pour réelles, équivalaient à de la richesse réelle. Leur effacement soudain a naturellement déstabilisé l'économie réelle. Mais cette dernière conserve ses fondamentaux, à peine entamés, et capables des plus impressionnants rebonds.

Et, face à cette économie réelle dont toutes les nations aujourd'hui détiennent une part intégrée au mouvement global de l'économie monde, l'autre fondamental est la persistance de la pauvreté, du sous-équipement, voire de la destruction de sociétés entières par l'insécurité, dont souffre une vaste partie de nos contemporains, désormais membres de la même société-monde unique. Il y a là un enjeu majeur, vers lequel devraient, doivent, se tourner toutes les politiques de sécurité, afin de réunir les conditions d'une paix durable. En attendant, les moyens et les calculs de la force restent intacts.

On se tromperait lourdement en s'imaginant que l'Amérique est passée du statut d'hyper-puissance à celui de « qui perd puissance ». Une nouvelle volonté, mondialement respectée, s'apprête à lui rendre l'impulsion qu'elle a épuisée dans des initiatives et des péripéties malheureuses.

Il faut de nouveau regarder du côté de l'Amérique, et le cas iranien en sera une pierre de touche avant longtemps.

## La crise financière et le tissu industriel français : rebonds... ?

BERNARD ÉSAMBERT

Pour analyser les conséquences de la crise actuelle sur le développement industriel en France, mais aussi en Europe et plus largement dans le monde occidental, sans oublier le monde émergent, un petit retour en arrière s'impose.

### QUAND L'ÉCONOMIE RÉELLE PRÉVALAIT...

Nous remonterons jusqu'à l'époque pompidolienne des années 1965 à 1973, c'est-à-dire la fin des Trente Glorieuses. Pendant huit ans, la France creuse l'écart en termes de richesses brutes du pays, avec l'Allemagne, en gagnant régulièrement sur celle-ci un point de croissance en taux réel. Entre 1974 et la deuxième crise pétrolière en 1980, notre avance sur nos voisins se réduit à un quart de point annuel. À partir des années 1980 jusqu'à aujourd'hui, nous rentrons dans le rang européen, en alternant les périodes de retard et d'avance par rapport à nos voisins.

À l'époque de cette croissance dont nous rêvons aujourd'hui, mais que nous ne retrouverons pas de sitôt, c'est l'économie réelle qui prévaut. L'économie est faite de croissance industrielle, l'industrie représentant 50 à 55 % du PNB, contre 20 à 30 % aujourd'hui, correction faite des externalisations de services. Le commerce mondial croît de façon étonnante – de 7 à 10 % par an – davantage que la richesse mondiale. C'est de cette époque, en 1963 très exactement à mes yeux, et non dans les années 1980, que l'on peut dater les débuts de la mondialisation.



C'est en effet en 1963 que le commerce mondial commence à croître plus vite que la richesse mondiale, que la somme des PNB des pays du monde. L'écart se creuse de 6 à 7 % et fait que la part du commerce extérieur dans le PNB de la plupart des grands pays développés double en l'espace d'une dizaine d'années. Et elle double de nouveau entre 1973 et aujourd'hui.

Les multinationales américaines, imitées par les premières multinationales européennes de cette période, s'implantent industriellement sur les territoires dont elles veulent faire la conquête marchande. Sur ces échanges industriels d'implantations, commence à se greffer dès les années 1970, un certain nombre de produits financiers qui multiplie par 2/3/4/5 les flux économiques réels. L'économie réelle connaît déjà souterrainement un début d'économie virtuelle, d'économie financière.

## LA NAISSANCE DE L'ÉCONOMIE VIRTUELLE

Les choses s'accélèrent à partir des années 1980 pour différentes raisons. La principale d'entre elles est le reaganisme aux États-Unis et le thatchérisme en Europe. En France, l'entourage de François Mitterrand développe également et paradoxalement un libéralisme orienté vers la finance. Les dérégulations, qui ont dopé la croissance de certains pays, ont eu comme effets secondaires d'accentuer le début de virtualisation de l'économie, en provoquant l'apparition de produits dérivés de différentes natures. J'ai pu observer les premières titrisations, dans la banque que je dirigeais à ce moment-là. Dans les années 1980 un certain nombre de banques commencent à vendre leur ventre à des tiers, pour libérer leurs bilans et pouvoir continuer à travailler avec les ratios capital/risque existants à l'époque, qui se sont durcis depuis.

Arrive le tournant du nouveau siècle, et un gouverneur alchimiste de la banque centrale américaine, Alan Greenspan, qui mène une politique très forte d'abaissement des taux d'intérêt, pour doper l'économie américaine, dont les performances économiques sont médiocres depuis les Trente Glorieuses. Sans se douter, il le dira lui-même, que le monde allait payer cher son génie, car les Américains construisent cette croissance sur la ruine de celle de la fin de l'actuelle décennie. Au même moment, le déficit massif de la balance des paiements américaine crée d'énormes liquidités sur les marchés. Cela a d'abord des effets bénéfiques sur la santé de l'économie américaine qui se réveille jusqu'en 2007. La croissance des États-Unis atteint 3,5, 4 % contre 2 % auparavant. Cette politique d'argent facile à bas coût permet aux

banquiers de se lancer dans une politique de prêts immobiliers, ces fameux prêts hypothécaires. Ces prêts ne sont ni novateurs, ni complexes, on en faisait déjà en France il y a trente ans. Mais l'excès est au rendez-vous.

Les banques américaines ont développé cette politique de prêts immobiliers de façon massive, avec un système de différé de paiement des intérêts qui limite leur portée durant les premières années, et fait apparaître les intérêts en vraie valeur à partir de la troisième ou la quatrième année, la valeur des actifs étant supposée toujours monter. Ce boom de l'immobilier a été intense et les banques américaines ont fini par perdre toute prudence et toute rigueur. Elles se sont mises à financer à 100 % ce genre de crédit, en même temps que le financement de crédits personnels à ceux qui faisaient l'achat d'un immeuble par leur intermédiaire. Toute l'économie américaine se retrouve largement endettée. C'est une économie totalement cigale par rapport à nos économies européennes, notamment la nôtre, qui avec un taux d'épargne de l'ordre de 15 % du PNB, est encore d'une certaine façon une économie « fourmi ».

L'apparition d'un monceau de crédits immobiliers absolument gigantesque, coïncide dans les années 1980, davantage en 1990 puis en 2000, avec l'apparition de structures financières non régulées, au-delà des banques, pour mettre en œuvre avec des effets de levier excessifs un certain nombre de produits dérivés, d'autant plus faciles à imaginer que les taux d'intérêt sont extrêmement bas, voire négatifs en taux réels déflatés.

## LA CRISE DE L'ÉCONOMIE VIRTUELLE

Depuis l'an dernier, nous assistons à l'asphyxie d'un certain nombre de foyers qui ne peuvent pas faire face aux remboursements liés à l'apparition de taux d'intérêt réels, suivie d'une remise en cause des titrisations. La crise s'est donc installée, et l'on peut aujourd'hui, alors que le calme revient progressivement, estimer à 700 milliards, 800 milliards peut-être même 1 000 milliards de dollars le montant primaire des crédits hypothécaires ou autres qui ne pourront être honorés. Sur cette enveloppe de 700 à 1 000 milliards, 70 % sont dus aux prêts hypothécaires, les autres 30 % résultent d'autres formes de prêts des banques américaines, soit des prêts personnels évoqués, soit des prêts à des PME américaines mal jaugés au moment de leur montage.

Le problème réside dans le fait que, entre-temps, les banques, pour pouvoir continuer de prêter tout en respectant les ratios capital/risque, comme d'autres l'avaient fait dans les années 1980, ont vendu leur cœur de bilan, en titrisant tous ces crédits hypothécaires, à des structures financières. Ces structures financières ont émis sur ces titrisations des certificats de dépôt. Ce ne sont pas des produits d'une très grande complexité, il n'y a rien de plus simple qu'une titrisation et l'émission de certificats de dépôts sur une titrisation.

Ensuite, les certificats de dépôt ont été à leur tour titrisés par un troisième rang de structures financières et pour couronner le tout un quatrième rang a résulté de l'émission d'obligations à long terme sur la deuxième titrisation.

Au travers d'un système en apparence complexe, ces mille milliards de risques, au maximum, au travers de l'effet multiplicateur de toutes ces structures, que l'on commence à pouvoir estimer à 50-60, se retrouvent dans un certain nombre de supports, dont nos Sicav monétaires dites « dynamiques ». Ces dernières comportent une trace non négligeable de ces produits toxiques, au grand désarroi des particuliers et du monde associatif, qui les ont utilisés abondamment pour gagner un point de croissance de leur rémunération par rapport au marché monétaire. À l'extrémité de la chaîne, ces produits ne comportent probablement qu'une part assez faible de risque (entre 1 et 10 % de l'enveloppe totale ?). Seulement, personne ne le savait il y a quelques semaines, parce que les chiffres cités ci-dessus n'étaient pas encore connus.

Il y a donc eu une suspicion généralisée à effet de chaîne. Comme on ne savait pas ce qu'il y avait dans le produit final, le CDO long terme résultant de la deuxième titrisation pour simplifier, comme les banques avaient elles-mêmes participé à la vente de ces produits ou à leur placement dans les différents OPCVM, tout cela a commencé à gangrener le système bancaire puis tout le système financier. S'est ajouté à ce début de gangrène, un certain nombre de croche-pieds que les banques n'ont pas manqué de se faire entre elles, en refusant de se prêter sur le marché interbancaire comme elles le faisaient auparavant. On a débouché sur un gel progressif de la liquidité interbancaire, avec l'apparition de pertes dues aux provisions passées pour ramener la valeur des produits au *mark to market*. Certes ce n'est pas une règle absurde, mais elle a des effets dévastateurs lorsqu'il n'y a plus de marché. Le secteur bancaire a inscrit dans

ses comptes depuis 2007, et y compris durant le premier semestre et le troisième trimestre 2008, toutes grandes banques confondues, 800 milliards de dollars de provisions pour pertes.

Les pertes spectaculaires affichées par toutes les banques anglo-saxonnes, européennes et japonaises, qui tombaient régulièrement, ajoutées à l'obscurité de ces produits, ont amorcé cette asphyxie des marchés interbancaires, puis une méfiance généralisée. Cela a conduit les États à prendre des mesures pour recréer de la liquidité, pour garantir les déposants en augmentant le montant minimum des dépôts garantis, puis à mettre en place un système de soutien, voire d'engagement de rachat des banques défaillantes en cas de besoin.

D'où les 320 milliards de garanties au marché en France, les 40 milliards pour faire face à des éventuelles entrées au capital des banques défaillantes. En Allemagne, ce sont 400 milliards et 40 milliards ; en Angleterre, 320 milliards et 40 milliards ; aux États-Unis, les 700 milliards du plan Paulson. Tous ces remèdes pour colmater la crise ainsi que les plans de relance des économies un peu partout dans le monde, Chine comprise, permettent d'espérer que ses conséquences seront moins durables que celles de 1929. Jamais en effet on n'a vu une telle mobilisation des États pour faire redémarrer les machines économiques, quitte à faire fi des codes de bonne conduite budgétaire et à remiser certains principes de base du libéralisme.

Car cette crise n'est pas, à mes yeux, aussi gigantesque qu'on l'a annoncé un peu vite, même si elle enchaîne crise financière, crise économique et crise sociale.

D'ailleurs, à chaque fois qu'il y a crise, on a l'impression, amplifiée par les médias, que la fin du monde est proche. Je rappelle que c'est la septième ou la huitième crise que l'on vit depuis les années 1960. La croissance en 1974 a été négative en Europe et aux États-Unis. En 1980, deuxième crise pétrolière, deuxième croissance négative pendant deux ans. Ensuite en 1987, la crise des caisses d'épargne aux États-Unis, des *saving and loans*, a coûté 125 milliards de dollars de l'époque au gouvernement américain, ce qui doit représenter environ 300 milliards ou 400 milliards d'aujourd'hui. Puis la crise immobilière en 1990 a marqué tout l'Occident avec la chute des prix de l'immobilier et des marchés. Ensuite ce fut une nouvelle crise des marchés asiatiques en 1997-1998, avec un effondrement de toutes les banques d'Asie du Sud-Est, puis le dégonflement à la charnière des deux siècles de la bulle Internet.

Bref, depuis maintenant quarante ans, le monde traverse une grande crise tous les dix ans et une petite tous les cinq ans. Celle-ci, certes violent court-circuit de la finance internationale avec effet implosif sur la richesse patrimoniale partout dans le monde, n'est pas d'une intensité exceptionnelle par rapport à la première crise pétrolière de 1973. De toute évidence, la brutalité de la compétition économique, ce que j'appelle depuis 1971 la guerre économique, est de nature à engendrer des krachs périodiques caractérisés par un climat général de tension, d'affrontement et de peur, amplifié par les médias (témoins et acteurs), et leurs surenchères.

## LES EFFETS « BÉNÉFIQUES » DE LA CRISE

Je pense que nous sommes plongés dans une crise comme les autres, un peu inhérente au système libéral et que seul le recul permettra de la ramener à sa juste dimension. Et peut-être, nous étonnerons-nous, dans quelques mois, de nous être fait si peur.

Adam Smith a dit que la main invisible des marchés crée de la richesse ; elle crée aussi de la brutalité et des excès qui se traduisent par des crises. Simplement le système libéral triomphe de ses maladies pendant que le système communiste meurt de son premier cancer.

Cette crise éclaire en tout cas l'avenir pour ce qui est du développement industriel dans notre pays et ailleurs dans le monde. J'ajoute que cette dépression ne doit rien aux produits complexes élaborés par des bataillons de polytechniciens et de normaliens ; rien de plus simple que ceux qui ont été mis en œuvre par rapport aux abstractions et modèles mathématiques appliqués ailleurs.

Elle a fait apparaître des enrichissements insolents et a le mérite de susciter partout un besoin d'éthique très fort. Ce besoin se retrouve dans la bouche des hommes politiques et notamment des chefs d'État, dont particulièrement le nôtre. Ces enrichissements insolents devront être corrigés. On va réguler ce qui ne l'est pas, les systèmes financiers qui ont bâti ces doubles titrisations, et aussi ces effets de levier par lesquels cette gangrène s'est transmise sans limite, se doter de moyens pour rendre clair ce qui était opaque ou flou. Il y aura une meilleure coordination entre les régulateurs européens, peut-être même un jour un régulateur unique pour la zone euro et tout cela permettra de régler un certain nombre de problèmes. Il restera le problème moral de ces crises.

Il faut souhaiter qu'un vrai débat s'ouvre sur ce point et que l'on moralise la compétition. Le libéralisme est un système formidablement efficace, mais il faut le doter de garde-fous, faute de quoi il finira par provoquer des réactions violentes, susceptibles de déboucher sur des idéologies comme le totalitarisme ou l'anarchisme.

Si code éthique il doit y avoir, je ne pense pas que ce soit au politique de le définir. C'est plutôt au travers de l'observation et de la prise en compte de l'accumulation de sagesse dans un certain nombre de structures, créées depuis quelques milliers d'années par le *Sapiens Sapiens* – les religions monothéistes, le bouddhisme, l'hindouisme, la religion des droits de l'homme – que doit se définir un tel code. Il faudrait réunir les tenants de toutes ces religions, quelques prix Nobel de la paix, et des responsables d'ONG insoupçonnables, pour écrire un code qui apporterait du sens et de la spiritualité à notre système libéral. Sans cela le libéralisme, qui a pour l'instant triomphé d'un certain nombre d'obstacles, sera condamné à son tour un jour.

## LE TISSU INDUSTRIEL FRANÇAIS DANS LA CRISE : CHUTE OU REBOND ?

Pour en venir à l'industrie, l'incidence de la crise sera probablement moins cauchemardesque que dans les scénarios noirs que l'on peut lire actuellement dans la presse. En fait il y a deux scénarios, l'un sombre et l'autre plutôt gris.

Concernant le premier scénario, la baisse d'activité du bâtiment et de l'automobile, avec des licenciements massifs, est déjà une réalité. On peut en outre observer un accroissement du nombre de dépôts de bilan auprès des tribunaux de commerce et malheureusement l'économie de la numérisation ne peut encore compenser les pertes dans l'automobile et le bâtiment.

On pourrait imaginer en outre un *credit crunch* lié à la diminution des fonds propres des banques et donc leur capacité à prêter, qui, s'il se produisait, condamnerait l'investissement, qui était prévu cette année en croissance de 5 % avant les événements. C'était un taux assez satisfaisant. On ne parle jamais de l'investissement, or il y a deux moteurs à l'économie : l'investissement et la consommation. Si l'on n'utilise que le moteur de la consommation, l'économie ne profite pas pleinement du surcroît de consommation, qui débouche sur l'importation en raison du plafonnement des capacités de production. S'il y a un *credit crunch*, selon les prévisions

de certains économistes, le taux de croissance des investissements pourrait chuter à 1 %, voire être négatif, ce qu'il a été pendant de nombreuses années, alors que nous avons un outil industriel vieillissant dans beaucoup de pays européens et singulièrement en France, qui n'est manifestement pas en surcapacité. Toutes les périodes de forte croissance ont résulté de la bonne conjugaison d'une forte consommation et d'un taux élevé d'investissement.

La crise pèse d'abord sur l'industrie, mais selon ce scénario, une seconde conséquence proviendrait du *credit crunch*. La consommation des ménages en subirait également le contrecoup, parce que les banquiers pourraient mettre en place des politiques de rigueur sur le plan du *credit scoring*, freinant la mise en place des crédits de toute nature.

Voici le scénario pessimiste, une spirale déflationniste, dont il faudrait plusieurs années pour atteindre le plancher et le rebond.

Concernant le second scénario, plutôt optimiste, il s'agit d'un scénario dans lequel il n'y a pas de rationnement du crédit, car les banques ont leur refinancement assuré par les États, sans compter que certaines d'entre elles ont réussi à faire juste à temps des augmentations de capital. Nous pourrions alors sortir de la crise fin 2009 en Europe.

Nous avons déjà évoqué l'effet bénéfique de la crise à travers l'apparition de la nécessité d'un code moral. Un autre effet bénéfique sera le renforcement de ceux qui satisferont aux nouveaux besoins de consommation, vers l'essentiel : produits démarqués, poursuite de l'économie de la numérisation, produits satisfaisants aux économies d'énergie, au développement durable... L'attention de chacun portée à cette sensibilisation planétaire permettra l'émergence de nouveaux produits industriels et services. Tel est le décor dans lequel l'industrie va fonctionner.

Ce scénario optimiste d'une destruction créatrice à la Schumpeter n'engage pas à l'euphorie pour autant, car l'Extrême-Orient va nous compliquer la tâche. Nous devons faire face, du fait de l'apparition de nouveaux champions mondiaux, à une confrontation plus rude, génératrice cependant de stimulation à long terme.

Nous avons longtemps cru pouvoir nous réfugier derrière l'innovation et les produits à haute valeur ajoutée. Il n'est pas évident que cette avance puisse être maintenue encore longtemps, tant la vie nous rattrape à grandes enjambées, voire nous égale dans ces domaines. Si nous n'arrivons pas à dépasser les 2 % de croissance en raison de la faiblesse de la démographie

et de la productivité, le problème du chômage subsistera. Mais pourquoi notre croissance potentielle devrait-elle être condamnée à rester cet étiage ? L'avenir appartiendra aux pays qui sauront positionner leurs acteurs économiques sur les métiers en forte croissance sur le long terme. Car les vieux métiers, produits, services, subiront encore davantage la pression concurrentielle. Nous entrons dans une nouvelle phase de développement économique.

Pour conclure, et tenter de retrouver une boussole, je dirais que la crise actuelle est un révélateur, plutôt qu'un accélérateur du nouveau monde : révélateur de la nécessité d'un travail réel, d'un commerce libre, d'une épargne suffisante, d'un monde où le crédit finance l'investissement novateur.





*Regard de chefs d'entreprise*

## Les réponses de l'externalisation

ARMAND ANGELI  
JEAN-PAUL BINOT

*« Les choses changent. Mais si vite... Est-ce que les habitudes des hommes pourront suivre ? »*

Isaac Asimov

Le monde est aujourd'hui en crise. On pense naturellement à la crise financière, née du problème des *subprimes* aux États-Unis. Peut-être aussi à la crise économique qui en serait la conséquence, causée par l'ébranlement du système financier qui connaît une crise de liquidité et restreint donc le crédit aux ménages et aux entreprises. En réalité, il y a de nombreuses autres crises qui pèsent sur nous ou qui menacent de se déclarer. On peut citer la crise de gouvernance qui frappe de nombreuses entreprises parmi les plus grandes et prestigieuses, dont les dirigeants sont fustigés pour leurs supposées mauvaises décisions et les parachutes dorés dont ils se seraient auto-pourvus. Il y a aussi la crise de confiance qui assaille les investisseurs et les épargnants face à l'opacité réelle ou supposée de la gestion des entreprises. Crise politique aussi, qui voit les gouvernements du monde voler au secours de leurs banques ou compagnies d'assurances menacées d'effondrement et qui bouclent en l'espace d'un week-end ce qui revient sinon à leur nationalisation au moins à leur mise sous tutelle provisoire. Crise des finances publiques également, la plupart des États étant confrontés à la nécessité impérieuse d'injecter des sommes astronomiques pour contribuer au capital ou pour garantir les engagements de mastodontes aux pieds d'argile, mettant à mal la précaire embellie des comptes publics obtenue à grand peine grâce à de douloureuses réformes souvent très impopulaires. Ajoutons la crise démographique, qui naît

rapidement de la contraction de la population active dans la plupart des pays développés du fait du départ à la retraite des générations de l'après-guerre, le fameux *papy boom*, aggravée par une crise sans précédent de la main-d'œuvre, et bien sûr crise de l'éducation car le système éducatif ne forme pas assez aux métiers de demain.

Depuis près de vingt ans, une nouvelle industrie de service s'est progressivement constituée sur le principe de confier à d'autres entreprises ce qu'on ne peut ou ne veut plus faire soi-même. Sans surprise, les entreprises se posent régulièrement la question de définir ce qui ressort indiscutablement de leur cœur de métier, c'est-à-dire ce qu'elles pensent faire mieux que toute autre, et donc de déterminer les activités pour lesquelles il serait souhaitable de trouver d'autres entreprises dont ce serait précisément le cœur de métier auxquelles on pourrait les confier.

Aujourd'hui plus que jamais jusqu'ici, il existe des prestataires de services qui ont démontré leur capacité à maîtriser des périmètres fonctionnels et géographiques étendus pour le compte d'autres entreprises qui souhaitent les leur confier. L'émergence de cette offre crédible est une excellente nouvelle pour les entreprises qui sont confrontées à une accumulation de crises dans la mesure où l'externalisation apporte des réponses structurelles à de nombreux points cruciaux, comme le montrent par exemple les résultats des récentes études Grant Thornton – Ifop, « Les dirigeants et l'externalisation des fonctions financières et ressources humaines ».

Près de 75 % des dirigeants interrogés (sept cents dirigeants d'entreprises françaises entre cent et deux mille salariés) considèrent que l'externalisation constitue une tendance de fond, amenée à se développer de plus en plus dans les années à venir. Près de 18 % externalisent déjà, ou envisagent de le faire, leurs activités comptable et financière et 30 % leurs activités paie et ressources humaines.

En 2007, les avantages perçus par les dirigeants dont l'entreprise externalise étaient :

- ▶ 56 % : l'accès immédiat et durable à des compétences spécialisées ;
- ▶ 55 % : le respect des règles comptables, fiscales et sociales ;
- ▶ 51 % : la réduction ou le contrôle des coûts.

La même étude menée en juillet 2008 voyait les avantages classés dans l'autre sens : 58 % pour les coûts, 55 % pour la conformité et 52 % pour les compétences.

## UNE DÉMARCHE RATIONNELLE

L'industrie de l'externalisation s'est bâtie sur la proposition que des entreprises dont c'est le cœur de métier sont plus à même de fournir un service d'une qualité donnée au moindre coût. Le succès déjà très considérable qu'elle a rencontré s'explique d'abord par l'accès qu'elle propose à des bassins d'emploi partout dans le monde qui offrent la meilleure combinaison de savoir-faire au coût le plus juste, de l'Europe centrale à l'Inde et de l'Argentine aux Philippines ou à l'île Maurice. Au-delà du différentiel de coût salarial, qui contribue à alléger le compte de résultat des entreprises clientes même après avoir acquitté la marge due au fournisseur, il est clair que très peu de clients souhaiteraient ou auraient la capacité de s'engager seuls dans une démarche de délocalisation à travers le monde et pourraient espérer rivaliser avec les fournisseurs de services externalisés quand il s'agit d'attirer et de retenir les meilleurs talents.

L'externalisation fournit aussi une réponse crédible à l'impact de la crise démographique et la raréfaction consécutive du savoir-faire dans de nombreux métiers importants mais secondaires pour les entreprises, comme la comptabilité ou la gestion des ressources humaines, aggravées par la crise de la formation, de moins en moins bien assurée par les systèmes d'éducation nationale.

Il faut savoir que les démographes prévoient pour les vingt-cinq prochaines années une grande accentuation des tendances que l'on peut déjà observer, à savoir la contraction de la part de la population considérée comme « active » car en âge de travailler. Dans certains pays européens comme l'Allemagne ou l'Italie, c'est de surcroît la population totale qui va progressivement décroître. Dans un contexte de crise économique, d'aucuns sentiront une sorte de soulagement momentané car moins de population signifiera une moindre charge pour la puissance publique, moins de besoins de places de crèche, moins de voitures sur les routes, etc., mais aussi moins de travailleurs disponibles sur le marché de l'emploi.

De plus, les mauvaises performances des systèmes d'éducation nationale dans presque tous les pays européens font de plus en plus qu'il devient délicat pour les entreprises de recruter du personnel de bon niveau. Dès maintenant, il est très difficile de recruter en région parisienne un chef comptable parlant bien l'anglais et maîtrisant les normes comptables américaines (US GAAP). Il existe aujourd'hui moins de gens répondant à ce cahier des charges que de postes à pourvoir, et ça n'ira qu'en empirant, car les entreprises ont largement désinvesti pour les populations comptables,

dont le recrutement a quasiment cessé dans les années 1990. Du reste, les écoles ont découragé les filières comptables et même de gestion. Ainsi, les entreprises qui sont désormais confrontées au départ à la retraite de leur personnel comptable seront bien en peine de le renouveler même partiellement sur le marché local et seront donc tout naturellement conduites à envisager de trouver ailleurs les talents dont elles continueront à avoir besoin.

Même si les fonctions restent en France (pour ce qui nous concerne), les entreprises auront de plus en plus tendance à compter sur des prestataires externes qui sauront mieux qu'elles attirer et faire évoluer un personnel comptable, de ressources humaines ou autres parce que se sera devenu leur vrai cœur de métier : la mise à disposition à la demande de compétences rares. D'ailleurs, on voit déjà se mettre en place des solutions externalisées assez complexes, qui combinent une composante locale (*onshore*) pour le savoir-faire spécifique et la veille réglementaire par exemple, une composante continentale (*nearshore*) pour la proximité culturelle et linguistique (par exemple en Roumanie ou au Maroc) et une composante lointaine (*offshore*) en Inde ou aux Philippines pour la masse des transactions normalisées.

Les meilleurs fournisseurs d'externalisation proposent déjà de la sorte un accès rapide et global à un niveau élevé de service sans pour autant exiger d'investissement coûteux, ce qui est du reste très appréciable alors que les entreprises se débattent pour assurer leur refinancement dans un contexte de crise de liquidité.

## SECTEUR PUBLIC

Même les services publics, qui sont de plus en plus soumis à des exigences de productivité dans un contexte de rationnement des moyens qui lui sont dévolus, commencent à être sensibles à ce que l'externalisation auprès de fournisseurs spécialisés peut apporter. Certains pays d'Europe ont déjà pris plusieurs longueurs d'avance sur ce point, en particulier dans les pays scandinaves et bien sûr au Royaume-Uni.

Le cas britannique mérite qu'on s'y attarde. Un groupe d'experts mandatés par le gouvernement de Sa Majesté a souligné dans un célèbre livre blanc que le Royaume-Uni était entré lors les années Thatcher dans une ère de prélèvements obligatoires limités, par contraste avec la rage taxatoire des gouvernements des années 1970. L'équilibre des finances publiques

s'imposait néanmoins à tout gouvernement britannique responsable, tout comme les critères de Maastricht s'imposent aux pays de la zone euro, bien que la livre sterling n'obéisse en principe qu'aux décisions de la Banque d'Angleterre. Par ailleurs, les missions qui incombent à l'État ne s'allègent pas, au contraire.

La conclusion était facile à tirer : le gouvernement britannique, qui ne pouvait ni augmenter les recettes fiscales ni recourir à l'emprunt, devait faire preuve de pragmatisme et s'adapter pour augmenter le niveau de service et abaisser les coûts, tout comme les entreprises, d'ailleurs.

Le gouvernement central et les collectivités locales se sont donc progressivement convaincus qu'ils pouvaient se réorganiser. Tous ont entrepris de mettre en commun ce qui pouvait l'être et d'éliminer les doublons. Des appels d'offres ont été lancés pour évaluer ce qui pourrait être confié au secteur privé dans le cadre de contrats d'externalisation. Bien sûr, ce mouvement n'est pas achevé et il connaît également des limites, notamment en ce qui concerne la délégation de fonctionnaires sous statut dans des organisations qui relèvent du secteur privé, mais une véritable révolution est en marche.

Dans d'autres pays, dont la France, les données du problème sont bien sûr similaires, mais l'approche semble plus hésitante et prend le biais de la réduction des effectifs de la fonction publique, avec l'annonce du non-remplacement d'un fonctionnaire sur deux qui partent à la retraite. Cette approche pose entre autres le problème de la déstabilisation de services entiers qui verront leurs effectifs amputés au gré du calendrier des retraites, sans qu'il soit vraiment aisé d'organiser le transfert de « paquets » cohérents d'activité vers des prestataires privés.

## VISITE SUR LE TERRAIN

Il est très édifiant d'emmener des responsables d'entreprises qui pensent recourir à l'externalisation pour certaines de leurs fonctions de support visiter des centres que les fournisseurs appellent volontiers et sans grande exagération « centres d'excellence », en Europe centrale ou en Inde. *A priori*, il n'y a pas grand-chose de très spectaculaire à découvrir et ce qu'on y voit de prime abord est surtout un environnement bureautique certes de bon niveau mais pas vraiment très différent de ce que connaissent les entreprises elles-mêmes dans leurs départements comptables ou ressources humaines.

En deuxième analyse, il y a pourtant quelques éléments qui accrochent le regard, comme le fait que la population de ces centres est visiblement très jeune et que l'encadrement est omniprésent bien qu'intégré. Les indicateurs de performance et de qualité sont affichés en bonne place et sont visiblement utilisés au quotidien pour l'animation des équipes.

L'atmosphère qui y règne est celle d'une studieuse application. Au contraire des départements « classiques » de bien des entreprises, les téléphones ne sonnent pas dans le vide, et ils ne sonnent même pas du tout en fait parce que les appels sont gérés de manière optimale par un système informatique pour minimiser la file d'attente et acheminer aux opérateurs disponibles les appels des clients externes. Un autre aspect qui impressionne beaucoup est la maîtrise des langues des clients que démontrent non seulement les responsables des centres mais aussi et surtout les opérateurs eux-mêmes.

Enfin, les visiteurs se retrouvent très perplexes quand ils doivent faire le point de leur visite, car ils sont très souvent séduits par ce qu'ils ont vu et ambitionneraient volontiers d'appliquer ces recettes apparemment simples à leur quotidien sans devoir recourir à un prestataire de BPO, mais ils prennent vite la mesure de l'immense effort de conduite du changement qui serait nécessaire et de la très considérable résistance qu'il faudrait surmonter. Quant à monter pour leur propre compte des centres captifs dans ces mêmes localisations d'Europe centrale ou d'Asie qu'ils connaissent souvent très mal ou pas du tout, l'ampleur des efforts d'investissement et de mise en œuvre apparaît comme difficilement acceptable, surtout si on prend en compte en outre le profil de risque forcément assez élevé d'une telle aventure.

## TRANSFORMATION

La logique qui milite pour l'externalisation de tout ce qui peut être confié à une autre entreprise spécialisée ne se limite pas à une équation de coût. Certes, le recours à un fournisseur externe doit se faire dans le contexte d'une réduction globale du coût du service rendu, ne serait-ce que pour financer la marge du fournisseur et les coûts de migration, mais un projet d'externalisation est le plus souvent l'occasion de remettre à plat l'ensemble des processus concernés, tout d'abord pour rendre possible l'intervention d'un tiers, qu'il soit localisé de l'autre côté de la rue ou éventuellement sur un autre continent.

Au-delà, la migration vers le prestataire permet de mettre en œuvre les gains de productivité potentiels du fait de nouveaux outils déjà en production mais pour lesquels l'organisation des services n'avait pas encore été réalignée. Enfin, certains prestataires ont à proposer des processus et des outils clé en main qui se substituent entièrement à ce que leurs clients utilisaient jusqu'à la transition.

Ultérieurement, le fait que les processus et les outils qui supportent une activité seront désormais regroupés aux bons soins d'un prestataire et sous un même toit permettra de mener à bien des évolutions fonctionnelles et organisationnelles plus rapidement, à moindre risque et à moindre coût.

## GOUVERNANCE

Le recours à des fournisseurs externes pour assurer des pans entiers de l'activité de l'entreprise exige la mise en place de systèmes de gouvernance robustes et performants. Les entreprises sont amenées à formaliser les processus à la fois transverses et propres à chacune de ses activités productives et à expliciter les responsabilités spécifiques, qu'il s'agisse de déterminer le niveau de service exigé, les moyens à mettre en œuvre (et donc le coût global du service) et les mesures de la performance obtenue.

L'échange d'informations de haut en bas et de gauche à droite de l'organigramme qui s'ensuit est salutaire pour identifier de nombreuses sources de dysfonctionnement ou de risque de dérives. Le contrôle interne et la performance globale de l'organisation s'en trouvent grandement renforcés.

Les investisseurs et les autorités de contrôle accueillent en général très positivement l'annonce qu'une entreprise confie une partie de son informatique, de sa finance ou de ses ressources humaines à un prestataire réputé, qui apporte un savoir-faire reconnu et qui engage son nom et sa réputation souvent bien au-delà de ce que son contrat l'y oblige. Le gain certes immatériel mais bien réel en termes de confiance et de stabilité que confère une telle annonce est de nature à contribuer à rassurer le marché sur la capacité de l'entreprise cliente à fournir une information de qualité en ligne avec les attentes de plus en plus élevées de transparence et de résilience.



## LES PRINCIPALES CONDITIONS DE SUCCÈS DE L'EXTERNALISATION VUES PAR LES DIRIGEANTS

Les crises ont pu accélérer certains mouvements de mutualisation interne ou d'externalisation, mais cela ne doit pas nous faire oublier certaines règles de base dans la mise en œuvre pour en garantir le succès : bien réfléchir avant d'agir et ne pas confondre « faire faire » et « laisser faire ». Pour reprendre les résultats de l'étude Grant Thornton – Ifop, voici les conditions de succès pour réussir une externalisation (le total est supérieur à 100 car deux réponses étaient possibles) :

- ▶ 49 % : la qualité du cahier des charges et de l'expression des besoins ;
- ▶ 41 % : l'expérience du prestataire ;
- ▶ 35 % : la qualité des relations entre le client et le prestataire ;
- ▶ 21 % : la précision du contrat et de la description des services attendus ;
- ▶ 21 % : le suivi des opérations par un comité de pilotage bipartite (gouvernance du projet) ;
- ▶ 19 % : l'implication de la direction générale ;
- ▶ 10 % : la gestion des aspects ressources humaines et de la communication.

## CONCLUSION

Tel est le panorama des crises en cascade autour de nous, qui s'imbriquent comme les poupées-gigognes de la tradition russe. Il en existe certes encore bien d'autres, qui sortent du cadre de cet article. Quel que soit l'angle de vue, notre monde traverse une période cruciale qui accumule les tensions et causera à n'en pas douter de nombreux bouleversements dont les conséquences nous impacteront pendant de longues années.

L'industrie de l'externalisation est désormais mature, crédible et performante. Elle propose d'ores et déjà des réponses globales et accessibles pour les entreprises de toutes tailles et de tous secteurs qui souhaitent en bénéficier.

## Une nouvelle page pour la francophonie économique ?

STEVE GENTILI

Le contexte de crise générale nous amène à réfléchir non seulement aux événements présents mais aussi aux signes annonciateurs qui se sont manifestés ces toutes dernières années et que le Forum francophone des affaires avait évoqués lors de ses manifestations<sup>1</sup>.

En effet, le XXI<sup>e</sup> siècle s'est ouvert sous deux signes :

- ▶ le signe de Caracas ;
- ▶ et le signe de Prague.

Souvenons-nous-en.

La réunion de l'Opep à Caracas avait posé le problème du pétrole par rapport à *l'avenir*. Le prix du baril va-t-il devenir durablement un enjeu politique ? Va-t-il dramatiser la confrontation mondiale entre le Sud et le Nord ? Et les gouvernements de l'hémisphère Nord n'ont-ils pas péché par imprévoyance, en ne prenant pas en compte le risque de pénurie pétrolière – qui pourrait intervenir très bientôt, quand la Chine et l'Inde pèseront d'un poids encore plus important qu'aujourd'hui sur le marché des approvisionnements ? L'opinion commence à se le demander. Elle appelle les États et les acteurs économiques à se soucier du futur et à élargir les concertations.

L'autre *signe* fut la première perturbation, à Prague, des assemblées générales du FMI et de la Banque mondiale par des milliers de protestataires,

---

1. Le Forum francophone des affaires est l'organisation économique associée au sommet des chefs d'État et de gouvernement francophones.

suivies par les manifestations de Gênes, puis de Genève, lors du G8 d'Évian. Régulièrement depuis, ces « rendez-vous de la colère » expriment quelque chose de l'inquiétude des peuples. À tel point qu'une grande voix tchèque, celle de Vaclav Havel, dont on connaît l'humanisme et le sens prophétique, a voulu ouvrir le débat en appelant à écouter « les voix qui se lèvent » et à comprendre que la mondialisation ne peut, sous peine de graves dangers, mépriser « le droit des peuples ».

Ainsi, deux impératifs montent à l'horizon : voir à plus long terme et contrebalancer la globalisation financière par un effort politique et économique vers un monde plus équitable.

## LA FRANCOPHONIE : UN ATOUT POUR RÉPONDRE À LA CRISE

Inutile d'énumérer les mauvaises nouvelles dont les journalistes se font l'écho depuis maintenant plus d'un an. Ces dernières semaines ont précipité le monde dans une crise dont nul ne connaît ni l'ampleur, ni la durée ni l'impact... Ce qui est sûr, c'est que la crise financière va déboucher sur une crise économique et sociale.

Notre vieux système est fortement ébranlé ; nous sentons tous confusément qu'une page se tourne et qu'il nous faudra bien en écrire une autre, sur d'autres bases, d'autres critères. Or la francophonie répond – tout spécialement – à ces nouveaux débats. On l'a vu lors du récent sommet de la Francophonie, à Québec, qui a traité notamment du développement durable et de la gouvernance des entreprises.

Les chefs d'État ont également évoqué les crises alimentaires qu'ont connues ou qui menacent plusieurs pays du Sud.

La francophonie est un espace économique important, comprenant deux pays du G8 (le Canada et la France) et onze membres de l'OCDE. C'est un espace qui totalise environ 12 % du revenu mondial, 19 % du commerce mondial de marchandises. Si ces données veulent encore dire quelque chose.

Mais c'est avant tout le foyer d'une synergie économique pour aujourd'hui et c'est aussi un lieu privilégié pour la pensée prospective, dont la vocation est de baliser l'avenir. Les événements de ces dernières semaines nous montrent l'urgence de repenser la mondialisation : en tenant désormais compte, non seulement de l'économique mais de tous les paramètres qui l'environnent. Il faut cesser d'envisager la mondialisation de façon dogmatique et arrêter de se demander si elle est « bonne » ou « mauvaise » – question trop manichéenne pour être raisonnable.

Mieux vaut l'aborder de façon nuancée : d'abord sous l'éclairage de l'Histoire car la mondialisation n'est pas née d'hier. Nous savons que la volonté des hommes contrarie les philosophes du sens de l'histoire et que, par ailleurs, les effets de la mondialisation sont très variables selon *les cultures*, selon *les sociétés* et selon *les domaines* de l'activité humaine. La mondialisation ne doit pas être appréhendée comme un bloc, ni comme un engrenage : c'est un champ de forces. Ces forces sont *multiples*. Elles sont *diverses*. Elles sont *contradictoires*. La mondialisation des problèmes de *l'environnement*, ou bien celle du *cinéma*, ou bien celle des *goûts vestimentaires* ne doivent pas être traitées en sous-produits de la mondialisation financière.

## CONTRE LA GLOBALISATION UNILATÉRALE, POUR UNE MONDIALISATION ÉTHIQUE

La globalisation au profit de quelques-uns, la « marchandisation du monde », la financiarisation du monde, ce ne sont pas du tout les mêmes phénomènes que la mondialisation – *nécessaire et légitime* – des projets et des problèmes. On peut même estimer que le « mondial » est une résistance au « global ». L'uniformisation de la planète, cette grisaille qui menace les couleurs de la vie et qui révolte la jeunesse des cinq continents, peut et doit être combattue à l'échelle mondiale. Avant tout parce que la menace d'un monde uniformisé – menace bien réelle – contrairement à ce qu'affirmait la théorie ultralibérale de ces dernières années – se révélerait nuisible à l'économie : croire que tout se réduit à la globalisation financière ou que tout s'en déduit, croire qu'il n'y aurait « qu'un seul et même mouvement qui, de l'économie, se diffuserait à tous les autres secteurs de l'activité humaine », ce serait contraire aux réalités du monde.

Il est vrai que la crise financière actuelle nous incite à penser que tout se déduit désormais de la globalisation financière et de l'interconnexion des économies. Mais personne, surtout les acteurs économiques, n'a intérêt à oublier qu'il serait humainement morbide que cette globalisation se fasse au détriment de la diversité des peuples et des cultures. Loin de nous aussi la *résignation* qui priverait de sens l'effort de nos pays. Le monde a failli devenir unipolaire. Par la force des choses, il est en train de redevenir multipolaire. Cette nécessité commande, ainsi que le suggère le Forum francophone des affaires et ceux qui travaillent avec lui, de faire naître des espaces intermédiaires fondés sur *des solidarités, des valeurs partagées et des intérêts communs*.

L'heure est à une mondialisation plus « éthique », capable de faire contre-poids aux inégalités de la « globalisation ». Et l'un des cadres naturels de cette nouvelle mondialisation est la francophonie. Les États qui en font partie doivent agir ensemble au sein des organismes internationaux, et aider à la construction d'un nouveau paysage économique planétaire. Les acteurs francophones du secteur privé, eux aussi, peuvent trouver leur intérêt à se mobiliser dans cette même perspective. Il faut développer les échanges entre les entreprises du Nord et du Sud : c'est ce qu'avait souligné le FFA représentant du secteur privé auprès du sommet de la Francophonie, lors de la conférence des ministres francophones de l'Économie et des Finances.

... Voilà donc la réalité, dans ses diverses nuances.

Soulignons avec force que le sens des nuances, le respect des réalités, constituent par nature, « par définition », l'esprit de la francophonie, qui peut ainsi se retrouver à l'avant-garde d'une nouvelle réflexion planétaire. Le FFA constate l'inquiétude des opinions publiques devant une globalisation des économies qui ne respecte pas assez les personnes ou les groupes. Nous avons signalé depuis plusieurs années que le débat allait porter, de plus en plus, sur la nécessité de concilier *ouverture économique, échanges, droits des individus et des communautés*. Pourquoi ce souci grandissant ? Parce que, de plus en plus, le monde de l'économie et de la technologie touche les secteurs vitaux de l'activité humaine : non seulement *le travail* mais *l'éducation, la culture, l'eau, la nourriture, la santé*, tous les rythmes profonds de notre existence, notre manière de vivre et jusqu'à notre manière de mourir. Le sociologue Jeremy Rifkin nous met en garde : nous entrons, dit-il, dans une ère où « tous les instants de notre vie feront l'objet d'un contrat commercial. » Tel est le mouvement général.

## L'ÉTHIQUE DE LA FRANCOPHONIE COMME MODÈLE

La première urgence est de rendre confiance à l'individu citoyen tenté aujourd'hui par le repli et l'abstention, parce qu'il se sent frustré et se juge impuissant. Il faut le convaincre que les phénomènes de notre monde peuvent être prévus, compris et maîtrisés. L'autre urgence est de rééquilibrer la mondialisation en lui ajoutant une dimension humaniste : celle du partage. Il s'agit de partager non seulement les « fruits de la croissance », mais

*l'éducation et la culture* : valeurs vitales parce qu'elles permettent à l'homme de ne pas se laisser réduire au rang de matériau, de « variable d'ajustement », de simple objet, de processus.

Pour contrebalancer la globalisation financière, ce « partage » économique et culturel doit réunir deux caractéristiques. Il doit être lui aussi « transnational » et « sans frontières » ; mais il doit faire reflourir les solidarités particulières, les héritages culturels, les manières « différentes » de vivre l'universel. C'est le chemin de la raison. Ce sera donc un chemin tout indiqué pour la francophonie et ses partenaires, dans les prochaines années, puisque la francophonie est elle-même un « partage », celui d'un bien culturel commun, dans le respect mutuel entre ses héritiers et puisque la raison, inspiratrice de la culture francophone, pousse à souhaiter « un univers où aucun arbre ne cherche à étouffer les autres de son ombre ».

Le monde n'est pas à dominer : il est à partager. Cette philosophie sans frontière trouvera sans cesse, de nouveaux points d'application. Par exemple, avec la francophonie d'Europe, mais aussi avec le monde francophone tout entier, de l'Amérique à l'Asie, de l'Afrique à l'océan Indien et, encore au-delà, avec d'autres ensembles linguistiques et politiques qui partagent des valeurs proches de celles de l'ensemble francophone. Rappelons que les premiers accords économiques entre la francophonie et la lusophonie ont été signés entre le FFA et la Communauté des pays de langue portugaise.

Dans un tout autre domaine – celui de la sauvegarde de l'environnement –, le même humanisme du partage devrait placer les francophones au premier rang *des acteurs économiques, des scientifiques et des gouvernants* qui ont ouvert les yeux depuis le sommet de Kyoto sur les dangers menaçant la planète – et qui cherchent à construire une politique du développement durable. Sujet qu'ont évoqué également les chefs d'État dans ce XII<sup>e</sup> sommet. C'était un deuxième exemple. Nous pourrions en citer d'autres, nos actions au Forum francophone des affaires en témoignent.

Créé il y a vingt ans, le FFA est aujourd'hui présent dans une centaine de pays et regroupe les acteurs économiques, par métiers et par secteurs d'activités : il favorise les échanges entre professionnels venant de zones géographiques différentes et leur permet de développer leurs activités en utilisant le français comme langue de travail, comme langue professionnelle. Il est ainsi devenu l'un des premiers réseaux mondiaux d'entreprises.



## Vers un capitalisme éthique ?

JEAN-JACQUES PLUCHART  
FRANÇOIS-XAVIER SIMON

La crise économique et financière consécutive à l'effondrement du marché américain des *subprimes* a relancé la volonté des pouvoirs publics et des partenaires sociaux de refonder le capitalisme sur des bases plus éthiques, d'encadrer la responsabilité sociale des entreprises, de moraliser les comportements bancaires et boursiers, de restaurer les déontologies des métiers de la finance... L'exercice d'une telle volonté – régulièrement exprimée lors de chaque grande crise – comporte de multiples implications à la fois organisationnelles, institutionnelles et socio-culturelles. L'appréciation de leurs natures exige d'abord de retracer la généalogie des concepts – apparemment familiers, mais souvent ambigus – d'« éthique des affaires », de « morale économique », de « déontologie professionnelle », de « responsabilité sociale ou sociétale », d'« entreprise citoyenne », de « justice organisationnelle »... La mesure de la portée de ces implications suppose également d'explorer les diverses voies (législatives, réglementaires, conventionnelles, contractuelles, culturelles...), permettant une meilleure application des principes éthiques, tant à l'échelle d'une entreprise qu'à celle d'un marché ou de l'ensemble d'une économie.

Le débat médiatique actuel sur l'éthique du capitalisme repose parfois sur des notions confuses débouchant sur des propositions diffuses. La visée de ce chapitre est de contribuer à instaurer un débat plus didactique – et donc, plus constructif – par une réflexion sur l'évolution des principes et des pratiques de l'éthique des affaires, puis sur les leviers institutionnels et culturels de sa refondation.



## GÉNÉALOGIE DE L'ÉTHIQUE DES AFFAIRES

Le langage éthique comporte un vocabulaire étendu et des déclinaisons inattendues.

### Éthique, morale et déontologie

La notion d'« éthique » s'applique à un « état de sagesse » ou une « rationalité de comportement ». Elle n'est ni universelle comme la morale, ni territoriale comme la loi, ni corporatiste comme la norme, mais est généralement qualifiée « d'identitaire » (Canto-Sperber, 1999). Le management éthique soulève la question du sens de l'action du salarié dans l'entreprise et de l'entreprise sur son écosystème. L'éthique contribue à assurer la régulation entre les aspirations sociales (ou sociétales) des acteurs des entreprises et les contraintes de l'économie de marché. L'éthique constitue un des facteurs structurants de la conscience et de la culture du manager ; elle s'est progressivement enrichie de concepts et de pratiques empruntés aux sciences du vivant (la bio-éthique), au monde du travail (l'éthique professionnelle), aux échanges marchands (l'éthique des affaires), aux métiers de la finance (l'éthique financière) et, plus récemment, à l'exploitation des ressources naturelles (le développement durable). L'éthique managériale a toutefois été plus influencée par la notion de valeur d'utilité des produits matériels et financiers, qui régule l'économie marchande, que par celle de valeur morale des comportements, qui fonde les rapports sociaux.

Le terme de « morale » – et notamment celui de « morale des affaires » – est d'un usage moins courant depuis les années 1980, en raison de sa visée prescriptive (voire répressive) et de ses effets considérés comme aliénants dans un environnement marqué par la dérégulation des marchés et par la déconstruction de certaines valeurs sociales. La crise actuelle résulterait, selon les sociologues Lipovetsky et Servay, de ce mouvement de déconstruction des codes sociaux observé à partir des années 1960, qui a été conjugué au processus de déréglementation des marchés amorcé vers 1980. La « culture-monde » issue de ce double mouvement reposerait sur cinq systèmes étroitement imbriqués : le néo-libéralisme, le consumérisme, les techno-sciences, l'individualisme et l'ordre médiatique. Il en est notamment résulté une certaine désinstitutionnalisation de l'économie (notamment financière) et une relativisation des principes moraux appliqués dans les relations d'affaires.

Le terme « déontologie » (forgé par Bentham en 1834) connaît en revanche un regain de faveur depuis la faillite frauduleuse d'Enron en 2001. Il recouvre un ensemble de normes (*best practices*) et de règles du jeu encadrant les comportements des membres d'une profession. Le code déontologique vise à y instaurer un ordre à la fois moral (à encourager de « bonnes mœurs » professionnelles) et disciplinaire (à sanctionner les infractions aux règles).

Il semble donc, selon la formule de Ricoeur, que « la morale et la déontologie soient bien des étapes de la réalisation de l'intention éthique », mais que la difficulté réside dans l'appréhension de la nature de cette intention.

### *Business ethics* et éthique des affaires

La *business ethics* anglo-saxonne diffère de l'éthique des affaires en usage en Europe continentale. La *business ethics* est héritée des valeurs protestantes mises en lumière par Max Weber. Elle est qualifiée de conséquentialiste (de téléologique ou d'utilitariste), car elle repose sur la conviction selon laquelle les comportements éthiques sont des leviers de la performance économique. Elle est également perçue comme relativiste, car d'abord respectueuse des lois, des normes et des codes déontologiques, qui peuvent différer d'un pays ou d'un métier à l'autre. Elle est enfin taxée de pragmatique, car elle privilégie les solutions concrètes aux dilemmes éthiques, et de contingente, car les comportements éthiques sont adaptables aux types de situations de gestion rencontrées. Il semble, selon Stark (1993), que dans la mouvance de la globalisation et de la dérégulation de l'économie, la *business ethics* ait de plus en plus dominé l'éthique continentale des affaires, considérée comme trop philosophique (l'entreprise respecte plus l'esprit que la lettre de la loi), axiologique (elle adhère à des valeurs morales donnant un sens à son action), et contractuelle (elle passe un « contrat moral » avec l'ensemble de la société).

Dès les années 1970, Rawls avait dénoncé cette dérive vers la *business ethics*, en soutenant qu'une régulation excessive des comportements d'affaires pouvait s'avérer contre-productive, dans la mesure où les principes régissant le plus efficacement la vie sociale devaient résulter d'un libre accord entre ses membres, c'est-à-dire d'une autorégulation. C'est pourquoi il érige en principe fondateur de l'éthique des affaires l'équité sociale et la justice organisationnelle. Cette dernière est définie comme « la perception par les acteurs d'une organisation ou d'un marché, d'une répartition équitable des ressources et des débouchés ». Elle implique la transparence des

échanges et une comparaison entre les contributions (apports en travail, en capital et/ou en industrie) et les rétributions (marges commerciales, bénéfices, plus-values, salaires, indemnités...) des différents acteurs (ou « parties prenantes ») de la création de valeur de l'entreprise. Ces principes ont été revendiqués avec de plus en plus de force par l'opinion depuis le début des années 2000, par exemple, face à l'externalisation croissante d'activités dans des zones à faible coût du travail, à la délocalisation des capitaux dans des paradis fiscaux, au versement d'indemnités préconvenues à des managers défaillants... La recherche de justice organisationnelle et la lutte contre les comportements opportunistes (corruption, dissimulation, conflit d'intérêts, délit d'initiés...) ont donné lieu, au cours des années 1990, à la mise en place, dans les organisations, de nouvelles instances de contrôle et de recours (« politique de la porte ouverte » ou *open door policy*, « questions écrites à la hiérarchie » ou *speak up*, nomination de déontologues ou de *peacemakers...*), et externes (saisine de médiateurs ou d'associations de défense des actionnaires, procédures collectives ou *class actions...*).

## Responsabilité sociale (ou sociétale) et citoyenneté entrepreneuriale

Ce partage équitable de la valeur fait appel à la « responsabilité sociale ou sociétale » de l'entreprise (RSE ou *Social Responsibility of the Businessman*, initiée par Bowen dès 1953), qui repose sur le principe d'un « contrat social » entre l'entreprise et la société civile. La RSE est définie par les autorités de l'Union européenne comme « l'intégration volontaire, par les entreprises, de préoccupations sociales et environnementales à leurs activités commerciales et à leurs relations avec leurs parties prenantes » (Livre vert, 2001). L'entreprise est perçue par les législateurs européens comme un objet moral susceptible d'engagements porteurs de valeurs éthiques, vis-à-vis de ses multiples parties prenantes (*stakeholders*), composées, selon Freeman (1984), à la fois des actionnaires (la responsabilité financière), des salariés (la responsabilité sociale), des fournisseurs et des clients (le « commerce équitable »...), des administrations et des citoyens (la responsabilité citoyenne) et, plus récemment, des ONG... Chaque partie prenante interne ou externe à l'entreprise a des attentes différentes selon ses systèmes d'intérêts économiques et de valeurs socio-culturelles. Les investisseurs ne recherchent plus uniquement une rémunération de leurs apports financiers conforme à leurs profils de rendement-risque ; ils souhaitent de plus en plus influencer les stratégies sociale et environnementale

de l'entreprise, en s'impliquant dans sa gouvernance. Les salariés, qui constituent la part la plus importante du capital immatériel de l'entreprise, souhaitent des conditions favorables et équitables de travail (respect de leurs droits, juste rétribution, bonne employabilité, développement personnel, environnement épanouissant...). Les clients et les fournisseurs attendent de plus en plus de l'entreprise le respect des contrats commerciaux, des normes sanitaires et environnementales, des référentiels qualité, favorisant ainsi la mise en place de dispositif de QSE (Qualité, Sécurité, Environnement) tels que les systèmes de management intégré... Les partenaires sociaux et les associations de protection des intérêts des consommateurs et des citoyens s'impliquent plus directement dans la lutte en faveur du développement durable. Les collectivités locales sont de plus en plus attentives à l'utilisation des aides qu'elles apportent aux entreprises et des risques qu'elles peuvent faire courir à leurs environnements. Les pouvoirs publics s'efforcent par diverses voies (lois, règlements, aides, sanctions...) d'obliger ou d'inciter les entreprises à répondre aux attentes les plus légitimes de leurs parties prenantes.

Ce contrat social entre l'entreprise et ses *stakeholders* introduit « une nouvelle logique du développement » passant par un meilleur arbitrage entre des comportements court-termistes (dictés par une rationalité économique) devenus dominants depuis les années 1980, et la recherche (fondée sur des rationalités plurielles) d'une « performance durable et élargie » aux champs environnementaux et sociétaux (Jonas, 1995). Carroll (1991) propose une pyramide de la responsabilité de l'entreprise structurée en quatre étages : les responsabilités économiques, qui incitent l'entreprise à réaliser des profits ; les responsabilités juridiques qui lui imposent de se plier aux réglementations ; les responsabilités éthiques, qui l'encouragent à respecter les codes de conduite établis par la société civile ; les responsabilités discrétionnaires (ou philanthropiques), qui l'enjoignent à améliorer le bien-être des plus démunis. L'entreprise socialement responsable sera de plus en plus confrontée, selon Elkington (1998), à la notion nouvelle de *Triple Bottom Line*, étayée par trois principes : économique (elle poursuit un objectif de profit), social (elle recherche l'équité sociale), environnemental (elle protège et valorise l'environnement et préserve ses ressources à long terme).

## LES VOIES D'INSTITUTIONNALISATION DE L'ÉTHIQUE DES AFFAIRES

L'exploration des voies d'institutionnalisation (ou d'encadrement par des lois, des règlements, des normes, des chartes, des codes, des valeurs socio-culturelles...) des intentions et des comportements éthiques soulève le débat sur les modes de gouvernance des entreprises et des marchés.

### Gouvernance actionnariale et gouvernance financière

Les principes de la gouvernance actionnariale (*corporate governance*) visent à réguler les relations entre les actionnaires (*shareholders* ou « propriétaires ») et les dirigeants (*general managers* ou « agents ») de l'entreprise. Ces principes contribuent essentiellement à sécuriser les investissements des actionnaires. Ils visent à assurer l'efficacité de la gestion de la propriété de l'entreprise par des actionnaires répartis (ou par des actionnaires familiaux), malgré les divergences d'intérêts et les différences de risques encourus par les actionnaires et les managers (Charreaux, Wirtz, 2006). Ils reposent sur la notion de valeur créée pour l'actionnaire (*shareholder value*), considérée comme le principal indicateur de performances des managers. Cette forme dominante de gouvernance a été régulée et auto-régulée par différentes instances : des lois – comme la loi américaine Erisa (*Employee Retirement Income Security Act*) de 1974 et les *Federal Sentencing Guidelines* américains de 1991 – et, surtout, des recommandations d'experts (environ cent cinquante rapports depuis 1980, parmi lesquels les rapports Cadbury, Treadway, Viénot-1 et 2, Montaigne, Bouton, Hampel, Calpers...) en faveur de la nomination d'administrateurs indépendants, du cumul de mandats d'administrateurs limité à trois conseils d'administration, de comités de nomination et de rémunération des dirigeants, d'audit, d'éthique, d'un double commissariat aux comptes, de l'application du principe « une action, un vote »...

Les faillites frauduleuses d'Enron, de Worldcom, de Parmalat... en 2001 et 2002, ont révélé les limites de l'autorégulation et la nécessité de les étendre à l'ensemble de la chaîne financière. La loi américaine Sarbanes-Oxley de 2002, la loi française de sécurité financière de 2003..., ainsi que de nombreux règlements européens (huitième directive) et nationaux ont renforcé les pouvoirs des régulateurs et encadré (notamment par des codes déontologiques) les professions financières (commissaires aux comptes, analystes financiers, agences de notation financière, sociétés d'évaluation financière, fonds de pension, sociétés d'investissement...). Les observatoires et les associations de défense des actionnaires se sont multipliés afin

d'évaluer l'efficacité des dispositifs de gouvernance des entreprises. Ce cadre réglementaire et conventionnel a été renforcé par plusieurs référentiels (normes comptables IAS/IFRS appliquées depuis 2005 aux sociétés cotées, normes prudentielles de Bâle-II encadrant les activités bancaires, et de Solvency-II régissant les métiers de l'assurance...). Ces dispositifs n'ont été que partiellement suivis d'effets, n'étant pas applicables (ou appliqués) par certains établissements financiers (sociétés d'investissement, *hedge funds*, réassureurs, centre *offshore*...). Ce traitement inéquitable des acteurs de la chaîne financière constitue un des facteurs de la crise actuelle.

## Gouvernance partenariale et gouvernance durable

La crise de 2008 a pleinement révélé l'importance – en marge du « référentiel financier » précédent – d'un autre référentiel « partenarial et durable ». Le premier définit l'entreprise comme un « centre de profit » et un « nœud de contrats » entre les actionnaires et les managers, tandis que le second la perçoit comme un « pôle de performances globales » et une « communauté d'intérêts » impliquant toutes les parties prenantes.

L'intégration des contraintes du développement durable dans la gouvernance des entreprises et des marchés impose le respect de normes économiques, sociétales et environnementales – identifiées notamment par les 3P « *Profit, People, Planet* » – dans les processus de décision et les modèles de comportement. En vertu du concept de « développement durable » – initié à la conférence de Rio en 1972 et défini en 1987 dans le rapport Brundtland –, l'entreprise doit « aller, au-delà de la bonne utilisation des ressources pour créer de la richesse, à la recherche du bien commun, en s'appuyant sur des principes éthiques, la responsabilité des dirigeants n'étant pas uniquement civile ou pénale, mais aussi morale » (Wiedmann-Goiran *et al.*, 2003). La responsabilité sociale (sociétale) des entreprises (RSE) est un concept par lequel les entreprises intègrent les préoccupations sociales, environnementales, voire de bonne gouvernance dans leurs activités et dans leur interaction avec leurs parties prenantes sur une base volontaire.

La gouvernance durable est régie par des principes directeurs (*Sustainability Reporting Guidelines* définis en 1997 dans le *Global Reporting Initiative*), par de multiples réglementations et incitations nationales et internationales, par des référentiels internationaux (normes de qualité ISO-9000, de protection de l'environnement ISO-14000, de sécurité au travail ISO-18000, de comportements éthiques SA-8000 et projet de normes

ISO-26 000...), par des actions de veille (par des observatoires de la responsabilité sociale...) et d'évaluation par des agences de notation et des fonds d'investissement éthiques. La valeur durable créée par l'entreprise est appréciée à partir de la qualité de son action sociale, de sa gestion environnementale, de ses relations contractuelles extérieures (notamment, avec les clients et fournisseurs), de son action d'insertion, de sa déontologie, de ses actions humanitaires et philanthropiques (Férone *et al.*, 2001). Mais le foisonnement de ces diverses initiatives a parfois entraîné, parmi les managers des entreprises, des résistances au changement en faveur du développement durable (Pluchart *et al.*, 2008). La crise d'octobre 2008 a montré l'intérêt d'un « alignement » de ces dispositifs sur une intention éthique porteuse de sens collectif, tant au sein qu'en dehors de l'entreprise.

## La restauration de la confiance

L'économie moderne ne saurait se développer sans recherche de profit (ou plutôt, sans création de valeur), qui est la source de l'innovation industrielle et financière. Mais la crise actuelle révèle qu'elle ne peut atteindre cet objectif sans respecter un nouveau contrat (ou une nouvelle « constitution ») fondé sur plus d'équité sociale et de citoyenneté économique. La réunion de ces conditions passe par un meilleur équilibre entre la régulation et l'autorégulation des systèmes financiers et de la gouvernance des entreprises. Elle implique la restauration de la confiance entre les acteurs socio-économiques, au sein de chaque métier et marché, et d'un métier et marché à l'autre. La confiance assurait une certaine stabilité des « économies morales » des sociétés préindustrielles (Fontaine, 2008). Elle suppose que chacun ait l'assurance que les autres agiront de manière prévisible malgré leurs différences d'intérêts et de valeurs ; elle dicte les comportements de prise de risques des agents sur les marchés ; elle est un facteur de réduction de la complexité et de l'incertitude des marchés ; elle permet de restaurer une éthique de la responsabilité et un sens de l'honneur ; elle contribue à encadrer les acteurs économiques dans les réseaux sociaux et à développer une économie plus solidaire (Polanyi, 1983).

Mais la restauration de la confiance passe par le renforcement de la légitimité et des pouvoirs de contrôle des « tiers de confiance », qui sont les garants de la « sagesse » des décideurs et des opérateurs (Fukuyama, 1994). Ces médiateurs du bon fonctionnement des organisations et des marchés ont pour mission de s'assurer du respect des lois, des normes prudentielles et des codes professionnels : auditeurs, légaux, administrateurs

indépendants, déontologues, leaders moraux..., au niveau de l'entreprise ; tribunaux, autorités de tutelle publiques et privées (régulateurs boursiers, compagnies, syndicats, ordres... professionnels...), agences de notation financière et extra-financière, évaluateurs..., au niveau des marchés (notamment financiers). Leur légitimité sera d'autant mieux reconnue et leur action sera d'autant plus efficiente, si leurs prérogatives sont précisément délimitées (suivant un principe de subsidiarité et en fonction des types de gouvernance), si leurs règles de fonctionnement sont clairement établies, et si leurs arbitrages sont jugés transparents et équitables.

## CONCLUSION : LES TROIS DIMENSIONS DU CAPITALISME ÉTHIQUE

La crise actuelle a notamment mis en lumière les trois dimensions de l'univers éthique du capitalisme. La première l'étaye par des principes éthiques, des chartes morales et des codes déontologiques. La seconde l'encadre par des systèmes régulateurs (lois, règlements, normes...) et autorégulateurs (règles du jeu, *best practices*, valeurs socio-culturelles...). La troisième l'actionne par des modèles de gouvernance respectivement actionnarial, financier, partenarial et durable.

La promotion, attendue de l'opinion publique, d'un capitalisme plus éthique semble être subordonnée à un retour à des principes d'équité et de responsabilité socio-économiques, seuls de nature à donner plus de sens à l'action collective. L'institutionnalisation de ces principes passe par un double processus de régulation des mécanismes de marché et d'autorégulation des comportements managériaux. Afin de développer le sens des responsabilités sociales, ce processus vise à imposer une gouvernance plurielle des entreprises et des marchés, conjuguant libre concurrence et ordre moral, recherche de profit économique et gestion des risques sociaux. Afin de respecter le principe d'équité, il ne doit pas s'appliquer aux seuls intermédiaires financiers, mais à toutes les parties prenantes. Afin de détecter et sanctionner les comportements opportunistes de certains acteurs, ce processus doit imposer une meilleure transparence des marchés et un « alignement éthique » des organisations ou, plus simplement, une posture et des pratiques responsables partagées par toutes les parties prenantes de l'entreprise.



## RÉFÉRENCES

- BOWEN H.R., *Social Responsibility of the Businessman*, New York, Harper & Row, 1953.
- CANTO-SPERBER M., *Éthique et morale*, Paris, actes du séminaire ANVIE, 1999.
- CARROLL A.B., « The Pyramid of Corporate Social Responsibility : Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders », *Business Horizons*, 1991, vol. 34 (juillet-août), 39-48.
- CHARREAUX G., WIRTZ P., *Gouvernance des entreprises : nouvelles perspectives*, Economica, 2006.
- ELKINGTON J., *Cannibals with Forks : the Triple Bottom Line of 21st Century Business*, New Society Publishers, 1998.
- SALMON A., *La Tentation éthique du capitalisme*, La Découverte, 2008.
- FERRONE G., D'ARCIMOLES C., BELLO P., SASSENOU N., *Le Développement durable*, Paris, Éd. d'Organisation, 2001.
- FONTAINE L., *L'Économie morale*, Paris, Gallimard, NRF, coll. « Essais », 2008.
- FRIEDMAN M., « The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits », *New York Time Magazine*, 1970.
- FUKUYAMA F., *Trust : The Social Virtues and the Creation of Prosperity*, Free Press, 1994.
- GABRIEL P., CADIOU C., « Responsabilité sociale et environnementale : les modes de gouvernance face aux crises de légitimité des entreprises », in DUPUIS J.-C. et LE BAS C., *Le Management responsable : vers un nouveau comportement des entreprises*, Economica, 2005.
- JONAS H., *Le Principe responsabilité*, Le Cerf, 1990.
- LIPOVETSKY G., *Le Crépuscule du devoir*, Gallimard, 2000.
- PLUCHART J.-J. et al., *Master stratégie*, Eska, 2008.
- POLANYI K., *La Grande Transformation*, Gallimard, 1983.
- STARK A., « What's the Matter with Business Ethics ? », *Harvard Business Review*, mai-juin 1993.
- WIEDMANN-GOIRAN T., PERIER F., F. LÉPINEUX, *Développement durable et gouvernement d'entreprise : un dialogue prometteur*, Éditions d'Organisation, 2003.

# Déontologie financière ou la génération perdue de la finance

DANIEL BACQUEROËT

Depuis près de vingt ans, les économistes recherchent la pierre philosophale d'un développement économique « durable », dans un monde dominé par un seul modèle économique : le capitalisme – devenu ultra-libéral depuis quelques années.

La logique pernicieuse de cette « philosophie » fut de proposer un développement essentiellement fondé sur la croissance individuelle de la consommation et le surendettement des ménages. Ainsi furent inventés les prêts *subprimes*, avec les suites que nous connaissons. Ce modèle, fondé sur des outils de structuration financière, toxiques sur le long terme, est l'exemple classique d'une finalité considérée comme éthique et tournée vers l'intérêt général – un toit pour tous – ... mise en œuvre sans aucune déontologie financière.

Comment un système économique, devenu la seule référence planétaire et reconnu pour son apport essentiel dans l'amélioration de notre bien-être ces trente dernières années – le capitalisme –, a-t-il pu ainsi perdre son âme et acculer certains États à la faillite virtuelle ou réelle ? Plus précisément, comment les dérives et ensuite la perte de toute déontologie financière, pourtant ciment de la structuration du corps économique, politique et social, ont-elles eu pour conséquence de laisser un tel libre accès à l'accumulation effrénée du profit individuel, au détriment de l'enrichissement global de la société ?

Je vous propose de traiter ce sujet dans une perspective historique et générationnelle, puis d'identifier différentes pistes de réflexion pour le futur.

## RAPPEL HISTORIQUE : DÉONTOLOGIE ET ÉTHIQUE À TRAVERS LES SIÈCLES

Taper le mot « déontologie » sur le Web renvoie à... près de deux millions de références, et si l'on réduit la recherche à « déontologie financière », près de trois cent mille références sont proposées ! Le mot « déontologie » vient du grec *deon* ou *deon* – qui signifie l'obligation ou le devoir – et de *logos* – *logia* ou *logion* –, suffixe indiquant une combinaison de sciences ou de connaissances, voire, comme dans le Nouveau Testament, un simple regroupement de « dire », de paroles ou de textes.

Les différentes approches de l'éthique (de *ethos*, les mœurs, science de la morale), souvent couplées avec la réalisation de soi, ont passionné tous les philosophes : Socrate lie connaissance avec vertu et en déduit par là même le bonheur ; Aristote voit l'autoréalisation de l'individu en relation avec sa propre nature ; les hédonistes conçoivent l'éthique comme l'atteinte du maximum de plaisir avec le minimum de souffrance, les stoïciens, à travers le philosophe Épictète, soutenaient que l'abstinence rémanente face à la tentation était une victoire dont un homme pouvait être fier. Ensuite une éthique plus « normative » est apparue, avec l'utilitarisme : la valeur morale d'une action est déterminée seule par son utilitarisme global, c'est sa contribution au bonheur ou au plaisir de tous.

Mais c'est Kant qui, le premier, associe éthique et déontologie, dans la définition de la loi morale et de la rationalité qui doit la soutenir. Ainsi Kant formule-t-il la loi morale : « Agis d'après une maxime telle que tu puisses toujours vouloir qu'elle soit une loi universelle » (*Fondement de la métaphysique des mœurs*). Chaque fois que la morale qui a guidé notre action peut être érigée en *règle universelle de conduite*, alors celle-ci est bonne ; dans le cas contraire, nous avons mal agi. L'éthique déontologique de Kant s'exprime d'ailleurs dans une autre formulation : « Agir d'une façon telle que tu traites toujours les autres comme ton objectif final, et non comme le moyen pour parvenir à tes fins. »

Depuis le début du *xx<sup>e</sup>* siècle, les théories morales sont devenues plus complexes que la simple distinction entre la justesse ou l'erreur d'une action. Ainsi, Sir William David Ross, philosophe écossais, moraliste réaliste, écrivit, dans *The Right and the Good* : « *The moral order... is just as much part of the fundamental nature of the universe...* » Pour lui, la déontologie, composante essentielle de l'éthique, est fondée sur l'appréciation des intentions et des motivations sous-jacentes à une action, par opposition à celle des conséquences de ces mêmes actions.

## APPLICATIONS DE LA DÉONTOLOGIE ET DE L'ÉTHIQUE À L'ÉCONOMIE ET À LA FINANCE DANS LE TEMPS

Tous les économistes, de Turgot et Adam Smith, au XVIII<sup>e</sup> siècle, en passant par Marx, Stuart Mills, Alfred Marshall et Keynes, ont été très préoccupés par les questions éthiques. Adam Smith, un des grands « formulateurs » du libéralisme économique et de la non-intervention de l'État, se demande ainsi dans la *Richesse des nations* comment survit une communauté où chaque individu se préoccupe avant tout de son intérêt égoïste. Son explication novatrice de la « main invisible » sera ensuite reprise par l'ensemble des économistes : les actions des individus sont coordonnées et rendues complémentaires par la loi du marché, pour aboutir à l'harmonie sociale. Adam Smith n'est pas pour autant un apôtre du capitalisme sauvage et dénonce les ententes et monopoles qui contournent la loi du marché avec le profit comme unique finalité.

Keynes défendait une conception de l'économie comme science morale qui, sans nier la réalité de l'intérêt, n'en fait pas le motif exclusif ou ultime des comportements. Milton Friedman, lui, défendait le modèle de la valeur pour les actionnaires, selon lequel l'entreprise n'a de réelles obligations morales qu'envers les seuls actionnaires. Et, plus près de nous, Amartya Sen, prix Nobel d'économie 1998, considérait que l'économie moderne s'est trouvée considérablement appauvrie par la distance qui a éloigné l'économie de l'éthique.

### ÉLOIGNEMENT PROGRESSIF DE LA DÉONTOLOGIE FINANCIÈRE : POUR QUELLES RAISONS ?

Depuis près de deux décennies, dans la grande majorité des pays, les politiques et les autres « constituants » du corps social n'ont guère eu de projets, de modèles, voire d'idéaux nouveaux à proposer – véhiculant notamment une nouvelle harmonie sociale. En l'absence d'une comparaison possible avec un autre système politico-économique, l'acteur économique individuel en est venu à considérer que les seules forces économiques peuvent et doivent régler les problèmes, qu'elles seules peuvent garantir bonheur et sécurité sur le long terme, quitte à laisser sur le côté les moins nantis. Il faut en être ou alors renoncer à sa part de bonheur. L'absence de projet de vie proposé par les politiques ou autres nouveaux penseurs de l'économie a donc naturellement conduit la société et les individus qui la composent à un individualisme forcené, exercé au détriment de l'intérêt général. Dans

cette course effrénée au bonheur personnel, qui passe par la maximisation du profit individuel, toute prise de position éthique est définitivement balayée d'un revers de main, car incompatible avec l'environnement économique et sociétal qui domine !

L'argent est devenu la forme absolue de la réussite, l'atteinte du fameux Graal. Cette économie en panne de créativité ou d'idéalisme est désormais chargée de produire cet Éden court terme. Ainsi, sous l'ère Clinton, une idée humaniste au départ (faciliter l'accès à la propriété privée et à la consommation pour tous), a accéléré la financiarisation de cette économie : il fallait favoriser l'accès au crédit pour les plus démunis, faute de quoi les établissements financiers ne bénéficiaient plus des indispensables garanties d'État.

Sous cette pression politique, la boîte de Pandore s'est ouverte, et une partie du monde financier (banquiers, économistes, investisseurs, *traders*...) a basculé vers une croissance effrénée et vers l'argent facile, au mépris de l'environnement, du corps économique réel et du corps social.

## QUELLES ONT ÉTÉ LES DÉFAILLANCES MAJEURES DE LA DÉONTOLOGIE FINANCIÈRE ?

Face à cette question complexe, de par le nombre d'acteurs impliqués, seuls seront abordés ici quelques aspects, parmi les plus significatifs – mais non exhaustifs.

Nous observerons donc les manifestations visibles de la perte de ces valeurs morales, puis l'absence de sanction et enfin les défaillances des « gardiens de ces valeurs », qui n'ont pas joué leurs rôles de régulateurs ou de garants du système.

### Perte des valeurs morales ?

Il s'agit bien d'une crise des valeurs morales et de l'absence de référence entre ce qui est bien ou ce qui est mal pour la communauté et l'intérêt général. L'individualisme devient en conséquence la valeur dominante de toute cette génération des années 2000.

L'argent devient omniprésent, dématérialisé, virtuel, et son accumulation est désormais sans limite : des *traders* payés des millions de dollars, des patrons qui empochent des primes et des stock-options faramineuses, et qui finalement doublent la mise avec des primes de départ ahurissantes

après avoir été désavoués par leur conseil d'administration, des patrons suspectés d'antidater des distributions d'actions. Tout le monde veut bénéficier de cette manne financière. Certains administrateurs d'importantes sociétés, remplaçant des PDG dont ils ont eux-mêmes cautionné les agissements spéculatifs, malgré des conflits d'intérêts évidents, restructurent ensuite les entreprises, au seul profit des banques et de quelques heureux bénéficiaires dont eux-mêmes. Les petits actionnaires et les salariés étant laissés pour compte... L'éthique, le fruit du travail, la compétence ont disparu des valeurs de ce management.

Pour cette génération, une seule vérité : accumuler encore et encore, au détriment de la communauté. Et comme on ne saurait introduire une quelconque morale dans la loi des affaires – les affaires, c'est par définition « amoral » –, tout est donc permis... La valeur de l'individu s'évalue par conséquent en fonction de ce qu'il peut apporter aux marchés et aux actionnaires, sans obligation de réinvestissement pour la communauté.

Pourtant, quelques grands patrons américains ont commencé à entrevoir et à mesurer ces dérives, créant des fondations à but humanitaire ou social. Prise de conscience communautaire, culture protestante ou attrait d'une réduction d'impôt, peu importe, seuls ceux-là, bien peu nombreux encore, ont compris que l'argent doit être réinvesti au service de l'intérêt général. Certains s'exprimeront, ils ne seront guère écoutés.

En l'absence d'autres modèles, ou en réaction à des modèles socio-économiques ayant démontré leur échec, les pays émergents entrent à leur tour dans la course, négligeant toutes les étapes qui doivent permettre de construire une société moderne harmonieuse. Ces pays passent ainsi de l'absence d'eau potable au téléphone portable, de l'ignorance à l'internet, de la pauvreté isolée à la croissance globalisée. Les usines se déplacent au gré du profit immédiat sans se préoccuper du coût social induit. Des services fonctionnels (informatiques, comptables...) sont délocalisés sur la base de modèles financiers dont la rentabilité reste invérifiable dans le temps, au détriment des économies occidentales. Or, aux bas coûts des pays émergents correspondent malheureusement les coûts sociaux exorbitants du chômage des pays dits développés...

La Finance régente l'économie mondiale... l'humanité suit. *A contrario*, cette « génération finance » favorise aussi l'avènement d'une période de grands progrès scientifiques, médicaux, technologiques, par les moyens considérables qu'elle dégage...

## Jamais de sanctions ?

Ces errements sont banalisés par l'absence de sanction. Les pratiques de bonne gouvernance demandées aux sociétés n'arrivent pas à s'imposer. Pourquoi ? Trop de conflits d'intérêts, trop de complaisance, trop d'individus impliqués : donc pas de sanctions, au contraire, on se soutient pour pouvoir continuer ! La morale dans les affaires s'est dissoute dans les intérêts individuels, privilégiant une minorité.

Les Américains sont les seuls à sanctionner quelques responsables, pour l'exemple (affaire Enron). Mais combien de « tricheurs » ou autres « apprentis sorciers » de la Finance seront réellement inquiétés ? Une génération vient de perdre ses valeurs morales et va aussi probablement les faire perdre à la génération suivante.

## Des « gardiens du temple » défailants ?

La finance est garante de la fiabilité des chiffres, de la transparence, de la vérité économique d'une entreprise, elle est censée en préserver les actifs. Progressivement, elle a plié sous la pression d'actionnaires toujours plus avides de profit, d'investisseurs toujours plus pressés de réaliser de fortes plus-values, au détriment de la construction à long terme. Cette génération imprégnée d'un idéalisme hérité des années 1960-1970 vient de basculer vers l'argent facile.

Mais cette incroyable dérive n'aurait pu prospérer sans les manquements professionnels des « gardiens du temple », qui n'ont pas su conserver leur propre déontologie financière, socle même de leur existence. Cela concerne, entre autres, banquiers, agences de notation ou cabinets comptables.

Pourtant, différents organismes professionnels internationaux ont essayé d'encadrer la finance, pour lui donner un code de déontologie qui la protégerait, tout en préservant l'ensemble du système économique mondial. La loi sur la sécurité financière en France, LSF, ou la loi Sarbanes-Oxley aux États-Unis, ont essayé de donner un cadre réglementaire, après l'affaire Enron. Ce premier pas, extrêmement positif pour la profession financière en général, a finalement été très insuffisant, la crise actuelle l'a démontré. En vérité, les diverses autorités morales ont fait un effort, se sont donné bonne conscience, mais elles ne se sont pas vraiment attaquées au cœur du problème.

Citons quelques exemples parmi tous ces acteurs, considérant d'ailleurs qu'ils ont tous agi selon les mêmes mécanismes.

Que dire de ces grands cabinets d'audit comptable qui règnent en oligopole sur l'ensemble de la profession mondiale ? Que dire de leur organisation en « réseaux internationaux » et de leurs modalités d'appartenance, longtemps floues, qui ont permis de couvrir d'importants conflits d'intérêts ? Que dire de leur influence, quand la Commission européenne « invite » la France à revoir certains aspects du code de déontologie du commissariat aux comptes ?

Que dire des conflits d'intérêts au sein des agences de notation qui sont à la fois juges et parties dans la notation des entreprises ? Que penser de ces banquiers qui proposent des produits financiers structurés pour augmenter leurs volumes de crédits sans devoir augmenter leurs fonds propres, tout en transférant le risque vers d'autres acteurs économiques, eux-mêmes appâtés par des taux de rendement supérieurs au marché ?

Croissance nécessaire pour survivre, absence de volonté politique de corriger un système infernal, cupidité de tous ? Or aujourd'hui ces mêmes opérateurs s'offusquent de voir les actifs boursiers se déprécier considérablement. Pourtant, il est très aisé de comprendre que tout produit qui propose un intérêt ou un *return* plus élevé que le taux du marché comporte un risque d'autant plus significatif qu'il s'écarte à la hausse de ce taux de référence...

## LES CONDITIONS DE RESTAURATION D'UNE DÉONTOLOGIE FINANCIÈRE ACCEPTÉE PAR TOUS

### Justice et confiance

Pour certains philosophes comme Kant, la déontologie s'exprime totalement à travers la phrase latine « *Fiat justitia ruat caelum* », qui pourrait se traduire par : « Laissez la justice se faire quelles que soient les conséquences ! » Et sans justice, pas de confiance...

Il faudra probablement un saut de génération pour rétablir la confiance dans le management des entreprises. Or, dans nos sociétés, la confiance fondée sur la transparence et le comportement éthique des opérateurs est une valeur fondamentale du fonctionnement économique et de sa crédibilité. Le malheur est... qu'on ne le comprend que lorsque cette confiance vient à manquer.



## Des valeurs morales partagées

Le nécessaire retour à certaines valeurs morales, initié dans l'urgence, ne sera probablement mis en œuvre et appliqué que par les générations à venir.

À court terme, de nouvelles bases de fonctionnement ne seront constituées que dans le cadre d'une réglementation corrigée et vraiment contrôlée, avec des politiques et des managers vraiment exemplaires, et si les sanctions sont réellement appliquées sur leurs biens en cas de manquements (comment peut-on encore accepter que ces bonus acquis de façon dévoyée ne servent pas à compenser les pertes de la communauté ?).

À long terme, les contours d'une économie plus durable et d'une société plus unie, corrigeant mieux ses inégalités, ne pourront être redessinés qu'avec le retour à une éducation morale forte, prônant un équilibre entre intérêt individuel et intérêt général. La redéfinition des valeurs fondamentales régissant économie réelle et capitalisme entrepreneurial, sans excès de financiarisation, deviendra également indispensable.

## Le retour des gardiens du temple

Il nous faut retrouver les oies du Capitole. Nos « gardiens du temple » doivent accepter et appliquer sans réserve les règles déontologiques, ou bien ils doivent s'attendre à être sanctionnés. Très probablement, l'éclatement des oligopoles formés par quelques « grands » cabinets d'audit et agences de notation mondiaux sera un passage obligé, avec une responsabilisation claire de leurs dirigeants.

## La délicate question de la régulation

Faut-il réguler plus pour garantir une meilleure déontologie financière alors que paradoxalement le système financier n'a jamais été aussi régulé ?

Les exigences réglementaires se succèdent à un rythme effréné : de Bâle-I, on est déjà passé à Bâle-II et probablement passera-t-on à Bâle-III demain ! L'inflation des textes en la matière prend des proportions inimaginables, au point que plus de soixante-dix mille pages de nouvelles réglementations américaines sont apparues depuis la loi Sarbanes-Oxley de 2002 !

Les agences fédérales chargées de réguler le secteur financier emploient plus de douze mille personnes !

Toute cette régulation n'a cependant pas permis d'éviter la crise financière actuelle.

Et, pourtant, les hommes politiques, tous pays confondus, aiment maintenant affirmer avec force et vigueur qu'il faut réguler encore plus le système financier. La réponse n'est probablement pas aussi simple. Certes, il faut probablement repenser la régulation mondiale des marchés financiers, mais ne faut-il pas d'abord appliquer celle déjà existante ? Cependant les acteurs concernés le veulent-ils vraiment ?

## Qu'en est-il de la communauté financière ?

On ne saurait stigmatiser l'ensemble de la communauté financière : beaucoup de ses acteurs ne se reconnaissent pas dans cette frange de management, à la recherche de profit immédiat, sans déontologie financière. Ainsi, le chef comptable ou le directeur financier ont toujours pour objectif de protéger leur entreprise pour le bénéfice de tout le corps social ; l'expert-comptable ou le commissaire aux comptes intègrent toutes les règles d'éthique de leur profession dans leurs rapports avec l'entreprise ; le banquier de proximité essaiera d'aider son client dans un souci d'intérêt commun.

Ceux-là ont probablement eu le bon sens de ne pas engager leurs entreprises ou d'orienter leurs clients vers des produits qu'ils ne comprenaient pas eux-mêmes...

## APRÈS LES DÉCEPTIONS D'HIER, QUELLES PERSPECTIVES POUR DEMAIN ?

Hier, le paroxysme de cette richesse virtuelle, financiarisée à l'extrême, aboutissait à ce que certains États et institutions soient potentiellement en cessation de paiement : le meilleur exemple en est probablement le modèle islandais, qui s'est effondré comme un château de cartes.

Aujourd'hui, cette crise met en échec l'idée que l'homme en tant qu'acteur économique individuel est naturellement vertueux ; elle détruit l'utopie d'un modèle économique – le capitalisme ultralibéral – comme source de développement et de bien-être personnel maximal. Une référence majeure de la pensée économique de ces dernières décennies, Milton Friedman, est remise en cause.

Demain, il faudra en finir avec le dogme irréaliste de l'autorégulation naturelle des marchés qui aboutirait à l'intérêt général. Il faudra sanctionner l'irresponsabilité récompensée des dirigeants, contrer l'opacité des mouvements de capitaux, dénoncer la crédibilité accordée aveuglément aux experts financiers de tous bords.

Faute de quoi, le risque est grand de voir revenir des crises économiques douloureuses, des retournements de marché brutaux, des troubles sociaux déstabilisants, des dérives vers des positions sociopolitiques extrêmes non compatibles avec des sociétés dites « avancées ».

Rêvons un peu : demain, nos décideurs contiendraient la financiarisation excessive de l'économie, projeteraient l'avenir d'une société plus solidaire, *via* un capitalisme réinterprété, régulé différemment, qui retrouverait ses fondements déontologiques.

« Le progrès n'est jamais que le développement de l'ordre », a écrit Auguste Comte..., mais « c'est moins la vérité ou la fausseté d'un dogme qui le rend utile ou pernicieux aux hommes que l'usage ou l'abus que l'on en fait » (Montesquieu, *L'Esprit des lois*).

## Le métier de dirigeant en question

JEAN-LOUIS CHAMBON

*« Le monde récompense plus souvent les apparences du mérite que le mérite même. »*

La Rochefoucauld

La crise financière mondiale vient brutalement de replacer les dirigeants sous les feux de l'actualité qu'ils subissent déjà doublement : pour leurs talents (souvent) et leurs performances (quelquefois), mais aussi pour leurs excès : « peopolisation », « parachutes » et « welcome » dorés, dérives managériales ou de gestion.

### LE FASCINANT DUO DIRIGEANTS-OPINION

Ainsi l'annonce par les médias de l'évolution de leurs rémunérations en période de « crise du pouvoir d'achat » exacerbe les émotions<sup>1</sup>.

Nul doute du caractère remarquable et de la légitimité de la contribution à la création de valeur par nos grands patrons, après tout c'est le marché qui

---

1. En 2007, cette progression a été de 20 % pour les cinquante les mieux payés en France avec des niveaux individuels pharaoniques : 20 millions d'euros l'an... Toutefois, cela n'est rien, comparé aux revenus de leurs propres actions (+ de 300 millions par an pour les dirigeants majoritairement propriétaires de leur entreprise)... les autres exemples ne manquent pas, en Allemagne pour les industriels, aux États-Unis et en Grande-Bretagne pour les financiers...

dicte les règles et la rétribution, mais peut-on raisonnablement croire dans une société de transparence et d'immédiateté que cette situation paradoxale puisse être longtemps acceptée ?

Le montant vertigineux de ces « pactoles » montre assez bien que les mesures du plan Medef-Afep (qui ne concernent que le CAC 40...), certes méritoires pour leur volonté de maîtrise, ne sont pas de nature à changer la face de la « planète finance » : ces dispositions quantitatives sont des lignes Maginot : elles seront forcément contournées ou deviendront inopérantes, en raison de la perméabilité du périmètre et de la concurrence mondiale pour la captation des talents.

Mais était-ce vraiment l'objectif ?

Le *porte-monnaie*, certes, mais au-delà, c'est du *cœur* qu'il s'agit, de la *conscience et de la lucidité* des dirigeants, de leur comportement et de leur morale dans les affaires... C'est donc sur le *qualitatif* et le comportement général des dirigeants qu'il faut apporter la réponse qu'attend l'opinion ; mais ceci est une tout autre histoire...

## UNE FAILLITE DES DIRIGEANTS ?

La crise financière mondiale apporte pour sa part une autre dimension à cette question centrale de *la morale dans le business* : celle de la responsabilité des dirigeants dans la conduite de la société, et de leur capacité, en tant qu'« élite », à assumer leur rôle de *guide moral et professionnel* dans la société civile – *privileège* et *devoir* de ce statut à travers les siècles.

Nombre de dirigeants n'ont-ils pas failli sur ce double plan de l'éthique et des compétences au mépris de leur mission première, c'est-à-dire *conduire l'entreprise à bon port*, en la protégeant des excès et des risques démesurés, dans l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes (actionnaires, salariés, etc.) ? Ces adeptes forcenés du ROE (*Return On Equity*) à + de 15 % généralisés voulaient la fortune et la gloire ; ils ont eu souvent de l'argent mais surtout l'opprobre général.

Sans porter de jugement de valeur, il est clair que, dans le domaine de la finance et de la banque en particulier dans le monde anglo-saxon, des dérives hallucinantes ont été opérées ; elles sont d'autant plus critiquables qu'elles reposent sur des assiettes totalement fictives et qui relèvent quasiment de l'*escroquerie économique*.

L'onde de choc se propage. Voici qu'avec l'affaire Madoff, auteur d'une fraude « pyramidale » de 50 milliards de dollars, on découvre la cécité (ou pire la complicité) des gendarmes boursiers et la naïveté hallucinante de banques et de grands argentiers : victimes ou « défailants professionnels » ?

Conséquence au total : l'équivalent de près d'une demi-année de PIB mondial a disparu dans la chute des valeurs boursières de 20 000 ou 30 000 milliards de dollars ? On ne sait plus et... qui croire ? Une « purge », nous dit-on, était nécessaire, la « destruction créatrice » de Schumpeter, certes, mais à quel prix ? Au risque de tuer le malade ?

## LE DÉSIR DE MORALE

Ce qui, par contre, ne souffre d'aucun doute, c'est la profonde et durable remise en cause du *métier de dirigeant*. Quelles en sont les *vraies raisons* ? Comment répondre à ce *désir de morale* ? *Quel avenir pour la nouvelle race de dirigeants* que l'opinion appelle de ses vœux ?

Les vraies raisons et ce *désir de morale* tiennent à des évolutions sociologiques profondes portées par le *tribunal de l'opinion*, sans doute masquées par l'effet de halo de la crise financière et un transfert de responsabilités vers la *personne dirigeante*.

Constatons d'abord que le *tribunal de l'opinion* a peu à peu remplacé la *démocratie d'opinion à peine naissante*. Jean-Pierre Beaudoin rappelle malicieusement que l'opinion souvent insaisissable est tout autant « courtisée pour plébisciter une stratégie ou une image, que redoutée lorsque la responsabilité personnelle est en cause<sup>1</sup>... ». Daniel Bouton<sup>2</sup> doit en savoir quelque chose... !

« Face à une opinion qui a toujours raison » et un monde « où tout ce qui est confidentiel est destiné à devenir public », le dirigeant ne peut que devenir fusible, victime d'une communication mal maîtrisée. D'autant que la *censure démocratique*, fondée sur la surabondance, l'excès et la saturation des informations, occulte les champs de l'éthique et de la morale, de la transparence, de la loyauté et de l'exercice de l'autorité.

1. BEAUDOIN J.-P., *Le Dirigeant à l'épreuve de l'opinion*, Pearson Education, 2008.

2. Président de la Société Générale.

Douloureux dilemme pour *l'équipe dirigeante* prise entre la thèse de Philippe Breton – « communiquer, quel que soit ce que vous communiquez<sup>1</sup> » – et celle de Jean-Pierre Beaudoin – « le meilleur résultat d'une bonne communication d'opinion » peut être tout simplement... le silence... En 1890, William James, dans *Les Principes de la psychologie*, rappelait toutefois « qu'aucun châtement plus terrible ne pourrait être infligé que d'être introduit dans une société et rester délibérément et complètement ignoré de tous ses membres [...] une sorte de rage et de désespoir impuissant nous envahirait en comparaison desquelles la plus cruelle torture corporelle nous semblerait douce [...] ».

Ces nouvelles responsabilités que paraît souhaiter assumer la société civile (qui pour certains ne correspond qu'à une nouvelle forme de démagogie et de populisme) sont largement entretenues par les médias qui voient dans ce tsunami l'opportunité de « booster » leur audience à grand renfort d'émissions où le consommateur-citoyen-épargnant est incité à donner sa réponse aux grands problèmes du monde... Propos du café du commerce qui, en l'absence de toute régulation objective et en travestissant les principes de sondages d'opinions, entretiennent – au mieux – la nostalgie et invitent – au pire –aux positions extrémistes et irresponsables.

Aussi les dégâts collatéraux sont considérables : les dirigeants sont les premières victimes de cette sournoise R-évolution de la démocratie vers le *tribunal de l'opinion*. La crise financière mondiale en est l'expression paroxystique, prolongeant en cela la large distribution de poil à gratter que les dirigeants ont eux-mêmes largement initiée : en confondant leur statut de dirigeant avec celui de propriétaire-fondateur, en ayant failli dans la conduite de l'entreprise tout en tentant de récupérer des fruits exorbitants : le couple dirigeant d'Alcatel (qui a tout raté sauf sa sortie financière) sans oublier ceux de la Société Générale et des caisses d'épargne. Les médias, en « défiant » les grands capitaines d'industrie, les « grands parrains patronaux », en cautionnant leurs pratiques, portent une large responsabilité de ces dérives.

Dans ces descentes aux enfers, l'élégance est exceptionnelle et rares sont les dirigeants qui font preuve de retenue, d'un sens aigu des responsabilités et de l'éthique. Les contre-exemples n'en sont que plus estimables. Nous en connaissons, nous les saluons, ils se reconnaîtront.

---

1. BRETON P., *Éloge de la parole*, La Découverte, 2007.

L'effet de halo de la crise financière qui pèse d'abord sur les dirigeants de la banque et de la finance et plus généralement sur l'ensemble de la dirigeance (voir *infra*) pourrait laisser croire qu'en « tordant le cou » à quelques-uns et en focalisant sur les niveaux et les principes de leurs rémunérations, on répondrait aux attentes de l'opinion. Il n'en est rien : les fautes grossières de quelques-uns, les excès de leurs rémunérations ne sont que la partie visible de cet immense iceberg d'une demande d'ascèse générale. Ce désir irrépessible de morale est bien plus large et profond.

Ce nouveau périmètre, de « bonne gouvernance », touche en réalité à l'ensemble des pratiques de gestion, de management, et de comportement, et par-delà les modes de rémunérations, à la *qualité de la vie au travail*, à l'information et la transparence, au respect des personnes et de leurs représentants, aux conditions de l'emploi, aux modalités de cessation et de transmission des entreprises, etc. Sont en cause, par ailleurs, les responsabilités des dirigeants en matière sociale et environnementale, leur capacité à rester « dans le siècle » et en prise avec les réalités de la vie des plus modestes et de la société dans son ensemble, de se prémunir contre leur inclinaison naturelle à s'isoler à l'abri d'un ego souvent démesuré, en prenant garde au risque leur « toxicité personnelle », etc. Ce désir est sous-tendu par un *transfert de responsabilité de plus en plus net*, de l'« Entreprise », être fictif, vers la « personne dirigeante ».

Le « supercapitalisme<sup>1</sup> » a conduit progressivement le citoyen à se faire déposséder de ses droits (lié à la personne) et au politique (sa légitimité démocratique), au profit de l'entreprise, personne morale. De nombreux auteurs prévoient une inversion de tendance.

Selon la distinction pascalienne des ordres, l'entreprise relève de l'ordre économique et non de l'ordre moral. Comme l'indique Boris Cyrulnik<sup>2</sup> « la société s'efface au profit de la personne, c'est le triomphe du “je” sur le “nous” collectif : arrivée annoncée du “je” de la personne dirigeante ».

1. REICH R., *Supercapitalisme. Le Choc entre le système économique émergent et la démocratie*, Vuibert, 2008.

2. CYRULNIK B., *Le Murmure des fantômes*, Odile Jacob, 2003. Voir aussi le livre de BLANC-SAHNOUN P., *Business Blues*, Éditions d'Organisation, 2004, qui développe largement ce raisonnement.



Cette insertion est d'ailleurs reprise par André Comte-Sponville<sup>1</sup> : « [...] pour être patron on n'en est pas moins homme, ce n'est pas à l'Entreprise mais à "l'homme qui dirige" de conduire les valeurs morales, vers plus d'intelligence et d'humanité [...] ».

Les entreprises ne sont ni morales ni amORALES. « Elles n'ont fondamentalement aucune vocation à agir pour l'intérêt général. Elles n'ont pas pour finalité de faire le bien mais de satisfaire leurs mandants. » Le bien n'est qu'un accessoire sur le chemin nécessairement opportuniste de la maximisation du profit : irremplaçables dans l'ordre économique, elles créent la richesse, l'emploi, le progrès, mais ce sont les « personnes dirigeantes » qui doivent agir dans l'ordre moral.

Et *de facto* le dirigeant au plan individuel et collectif (corps social) se trouve invité à définir le socle commun de morale, de principes d'actions et de conduite (c'est-à-dire l'éthique) qu'il s'engage à mettre en œuvre, dans ces différents rôles et postures, dans l'entreprise et à l'extérieur.

## EN ROUTE VERS LE « NOUVEAU » MÉTIER DE DIRIGEANT

### Une évolution nécessaire

Les dérapages dans la fonction de dirigeant, bien qu'ultra-minoritaires en nombre et en valeur, monopolisent l'attention et décrédibilisent l'ensemble de la classe dirigeante, les employeurs comme les mandataires sociaux, les dirigeants salariés comme les cadres dirigeants.

Ceci est inacceptable pour une « classe sociale » dont l'écrasante majorité a un comportement éthique irréprochable. Ils sont cent cinquante mille en France ; seule une minorité (même si c'est la plus visible) est représentée par de très hauts dirigeants (sept mille environ, assimilables de fait aux employeurs).

Sous l'effet de toutes ces pressions (dont peu sont amicales), les dirigeants et leur « métier » sont inexorablement conduits vers *des évolutions radicales, en accompagnement de l'élargissement du champ de leurs responsabilités*. En effet, si « diriger » reste avant tout l'expression d'un talent, aussi rare que précieux et rarement parfaitement héréditaire, cette fonction est devenue un métier à part entière, un *métier-passion*, qui nécessite *apprentissage*

1. COMTE-SPONVILLE A., *Le capitalisme est-il moral ?*, Albin Michel, 2004.

et *acquisition de connaissances et de compétences*. L'expérience y est pour beaucoup ; l'oublier expose à des accidents de parcours dommageables non seulement pour le dirigeant lui-même, mais aussi pour toutes les parties prenantes de l'entreprise, ce qui crée une solidarité évidente entre dirigeants et conseils d'administrations. Ces derniers, par faiblesse, quelquefois par connivence, remplissent insuffisamment leur rôle.

D'autre part, les dirigeants sont exposés aux risques de l'exercice solitaire du pouvoir et d'une perte progressive de leur employabilité. Aussi, se former tout le long de sa carrière, contribuer avec obstination à créer des conditions optimales de *vie dans le travail*, apprendre à *gérer son stress pour mieux gérer celui des autres*, affronter en équipe l'épreuve de l'opinion, sont autant de moyens de prévention.

En complément, il s'avère utile de développer une stratégie individuelle de maillage de *réseaux professionnels* constituée de clubs et associations ouverts, dynamiques. La Fédération nationale des cadres dirigeants (FNCD<sup>1</sup>) en rassemble une majorité regroupés soit dans une logique d'activités professionnelles soit sur une approche plus large autour de leur dénominateur commun : *le métier de dirigeant*. D'autre part, s'appuyer sur cette ouverture d'esprit et d'horizon offre une garantie supplémentaire pour échapper à la *tentation de l'ego et de l'isolement*.

Le métier de dirigeant devra en outre mieux intégrer une demande de transparence et de communication financière : le vieil adage « Pour vivre heureux, vivons cachés » n'a plus aucun sens, il faut lui préférer : « Pour vivre heureux, soyons exemplaires et transparents. » De même, l'exigence d'une responsabilité sociale et environnementale dépasse très largement le cadre de l'entreprise pour toucher à la cité, à l'ensemble des territoires et plus largement à l'humanité. Dans une logique de réponse à cette demande irréversible, les dirigeants trouveront des points d'appui en intégrant dans leurs approches de nouvelles parties prenantes : les actionnaires salariés, les retraités – devenus des ATC (« actifs du temps choisi »).

L'évolution sociologique abolit les frontières entre les vies privée et professionnelle, et entre les classes sociales. De même, les formes de gouvernance alternatives, coopératives ou mutualistes, voire européennes, peuvent sans

---

1. *Les Nouveaux Champs de responsabilités des dirigeants*, colloque événement organisé au Sénat le 26 mai 2008 par la FNCD – synthèse disponible sur le site : [www.FNCD.fr](http://www.FNCD.fr).

doute constituer des éléments de réponse à la crise – financière, économique, et de gouvernance mondiale. Mais une pleine réussite dans cette voie suppose la mise en place d'actions d'accompagnements avec des préalables qui conditionnent à la fois l'atteinte de l'objectif et sa pérennité : en premier lieu, une nouvelle clarification des rôles et engagements de chaque composante du gouvernement d'entreprise.

## Gouvernance et dirigeance à l'unisson et non à l'identique

Le gouvernement d'entreprise résulte en effet de l'interaction de deux territoires<sup>1</sup>, dont les périmètres sont clairement définis :

- ▶ la gouvernance<sup>2</sup> (les actionnaires et leurs représentants au conseil d'administration ou conseil de surveillance), dont les principales missions tiennent à la définition de la politique de l'entreprise, et à la création de valeur pour les actionnaires « investisseurs », la surveillance des dirigeants (théorie de l'agence) et la définition de la limite de leurs pouvoirs discrétionnaires, ainsi que la transparence de l'information financière ;
- ▶ la dirigeance, comprenant au sens large<sup>3</sup> les comités exécutifs<sup>4</sup> ou directoires et les comités ou conseil de direction.

1. *Les Nouveaux Champs de responsabilités des dirigeants*, op. cit.

2. La gouvernance dans son autre acception, générique, recouvre l'ensemble des pratiques managériales et d'actions du gouvernement d'entreprise.

3. Pour la FNCD, le concept de dirigeance, néologisme issu des travaux de l'ouvrage *Comités exécutifs, voyage au cœur de la dirigeance* sous la direction de Frank Bournois est plus large que celui du groupe d'experts co-auteur, lequel limite dans son approche ce périmètre au « comité exécutif », équipe dirigeante ou directoire. Ce modèle reflète plutôt celui des gouvernements d'entreprise des grandes entités.

Pour la FNCD la notion de dirigeance englobe aussi les conseils de direction, lesquels remplissent les mêmes fonctions que les comités exécutifs, mais dans des unités plus petites (petites, moyennes et moyennes grandes). Mais le périmètre et la taille ne modifient en rien la nature de la dirigeance, c'est-à-dire une équipe assurant des fonctions imminentes dans l'entreprise et dont chacune des composantes bénéficie d'un niveau de responsabilité, d'autonomie justifiant une reconnaissance élevée en termes de rémunération.

Selon les études FNCD cette population de dirigeance, au sens large, présente les caractéristiques suivantes : 150 000 dirigeants (secteur privé), on estime que le secteur public en comprend une dizaine de milliers dont 7 000 hauts dirigeants faiblement féminisés : 30 %.

4. BOURNOIS F., DUVAL-HAMEL S., ROUSSILLON S., SCARINGELLA J., *Comités exécutifs. Voyage au cœur de la dirigeance*, Éditions d'Organisation, 2007.

Agissant en commun, l'« équipe dirigeante », noyau stratégique de l'entreprise, est en réalité la direction générale de l'entreprise qui, trop souvent, est assimilée et réduite à la fonction de PDG ou de DG. Sa mission principale reste la conduite de la politique de l'entreprise et l'orchestration des grandes décisions prises par le conseil d'administration, leur mise en œuvre y compris stratégique.

Historiquement et structurellement *gouvernance* et *dirigeance* sont en synergie. Elles partagent l'objectif commun de la pérennité de l'entreprise, de la création de valeur pour l'ensemble des composantes de l'entreprise communautaire. Elles sont donc indissociables et complémentaires. Il n'en demeure pas moins qu'elles n'agissent pas sur le même plan, en témoignent leurs missions respectives.

Leurs visions de l'intérêt commun dans l'entreprise, au plan à la fois du périmètre de la rétribution et plus encore de son échelle de temps (court terme, long terme) ne sont ni superposables, ni identiques. Il est donc de plus en plus nécessaire que chacune de ses composantes identifie et exprime ses engagements propres en créant ainsi les conditions d'une communication claire et sans les amalgames qui desservent la compréhension des rôles et des valeurs. S'ajoute, en préalable, la nécessité de combler le déficit structurel de représentativité dans le dialogue social. Celui-ci repose sur deux parties qui ne sont ni sur le « même plan ni dans le même monde ». Les employeurs majoritairement en prise avec le privé et l'international, les salariés avec le secteur public et le national.

Le principal amalgame (le pire sans doute dont les conséquences et les nuisances sont largement sous-estimées) est celui que propose depuis 1945 le paritarisme (voir annexe FNCD) : ces règles désuètes, héritage à la fois « d'union sacrée » de la reconstruction et de la culture patronale historique instaurent deux camps pour la représentation sociale : les employeurs et les représentants des salariés en bloc monolithique, passage obligé du dialogue social.

On peut craindre que, malgré la volonté forte et manifeste du gouvernement sur ce sujet, en particulier pour lever les freins et les blocages de la société civile, les récentes décisions n'aient pas permis de modifier la nature fondamentale du système et de ses logiques. « Le système se nourrit lui-même de ses turpitudes<sup>1</sup> ». Outre les rigidités que cette situation entretient,

---

1. DAUTRIAT A., *Pensées de sel*, Bernard Giovanangeli, 1999.

l'acception équivoque du vocable Employeur : les personnes morales « propriétaires », le « patronat réel » et le « patronat de gestion »<sup>1</sup> alimentent la confusion.

Ainsi, paradoxalement, le patronat de gestion (dirigeance) n'a aucune visibilité propre dans le jeu social. Il n'existe que par substitution de représentativité (mandataire de l'employeur). Alors même que ce groupe social est de loin le plus « pesant » en nombre et en capacité « de facilitation » (150 000 dirigeants). Il constitue (et de très loin) la principale force du gouvernement d'entreprise.

Intégrer les dirigeants salariés dans le jeu « fluidifierait » le dialogue social en s'appuyant sur leur légitimité dans l'entreprise et en réduisant à néant le recours à des « compromis avec compromissions » et autres expédients qui décrédibilisent le paritarisme.

## L'évolution de la « valeur travail »

Le travail est de moins en moins reconnu comme une « valeur » en soi. André Comte-Sponville développe magnifiquement cette thèse dans sa contribution à l'ouvrage *Repenser l'entreprise*<sup>2</sup>. Cette évolution sociologique majeure est en passe, en particulier chez les nouvelles générations, de devenir universellement la règle : « [...] le travail n'est pas une fin en soi mais un moyen. Or le propre d'une valeur morale est d'être une fin en soi. Aussi le travail ne saurait être une valeur morale et encore "moins la plus grande des valeurs morales". »

Les salariés et surtout les jeunes ne travaillent pas par devoir mais par besoin : la rémunération n'est que la contrepartie de leur contribution et en rien une récompense morale. L'objectif des salariés n'est pas le *travail* mais le *bonheur*. Aussi travaillent-ils *par défaut*, et cherchent avant tout à prolonger, dans le travail, leur *qualité de vie*. Tandis que le chef d'entreprise travaille pour le *profit*.

C'est donc aux dirigeants salariés qu'il appartient de concilier durablement les deux, le bonheur et le profit. Redonner un *sens* au travail plutôt qu'une valeur morale, c'est le grand défi des dirigeants. Il s'agit de cons-

- 
1. GALAMBAUD B., « Les dirigeants d'entreprise : un nouveau groupe social ? » in BOURNOIS F., DUVAL-HAMEL S., ROUSSILLON S., SCARINGELLA J., *ibid.*
  2. CHAIZE J., TORRES F. *et alii*, *Repenser l'entreprise : saisir ce qui commence, vingt regards sur une idée neuve*, Le Cherche Midi, 2008.

truire *dans la durée* une qualité de vie au travail. Cela suppose de lever les freins psychologiques (de la gouvernance), d'optimiser le management (stress et toxicité), et d'élever le degré de conscience des salariés en levant leurs freins culturels par rapport à l'entreprise (lutte des classes, inculture économique).

La première condition de cette réussite passe par le retour à une crédibilité et à une bonne qualité d'image des entreprises et des dirigeants dans l'opinion qui atteint son plus bas historique. Cette situation fait courir des risques à la société civile et nécessite une réaction vigoureuse par chacune des *parties prenantes*. Ce n'est que dans cette clarification que le gouvernement d'entreprise peut retrouver dans son ensemble auprès de l'opinion un niveau d'image acceptable et une crédibilité suffisante. Le flou dégrade tout le monde et ne profite à personne. Aussi faut-il, parce que c'est leur intérêt, encourager les élites à reprendre leur rôle.

## ENGAGER LES ÉLITES À RETROUVER LA PLÉNITUDE DE LEUR RÔLE

Le <sup>xx</sup>e siècle a vu se construire au plan mondial une nouvelle forme de féodalité : elle unit les *rentiers de situation* (État-dictatures, pétro-royaume, etc.) aux nouveaux « seigneurs » – les entreprises mondialisées, globalisées, toutes-puissantes et souvent plus que l'État-roi.

Dans le nouvel ordre établi, 5 % de la population mondiale recueillent plus de 60 % de la richesse<sup>1</sup>. Certes la richesse par individu a notablement progressé, mais ces inégalités sont beaucoup plus visibles et deviennent inacceptables. De surcroît deux acteurs de la régulation de l'ordre établi ont fait les frais de cette évolution : les monarques tout-puissants (y compris le roi États-Unis) et la chevalerie.

Où sont les chevaliers aujourd'hui ? Ils ont progressivement disparu et les valeurs qu'ils incarnaient avec... Pourtant, cette fonction symbolique de régulation reste l'apanage des élites dirigeantes. À défaut, le passage à l'acte révolutionnaire et la recherche de bouc émissaire, deviennent des réponses que l'Histoire a déjà reproduit. Aujourd'hui c'est l'entreprise des seigneurs (et des saigneurs ?) qui est dans la ligne de mire de l'opinion.

1. Deux cents personnes captent 41 % des revenus cumulés de la population mondiale, indiquent de leur côté MARTIN D., METZGER J.-L. et PIERRE P. dans *Les Métamorphoses du monde*, Le Seuil, 2003.

Tocqueville rappelait que « dans la société aristocratique, on voyait de l'inégalité, des misères mais les âmes n'y étaient pas dégradées... », tandis qu'Alain de Botton soulignait que « les démocraties, en supprimant tout obstacle aux espérances sociales, ont conduit le peuple à ne plus regarder ses infortunes comme l'ordre immuable de la nature... ».

Il est clair que porte sur le dirigeant outre la responsabilité de conduire l'entreprise, de se comporter en *guide moral et professionnel*. Sans ressusciter la chevalerie, il convient de laisser une place et une chance aux côtés des compétences de gestion, de finance, de l'efficacité, à l'esprit chevaleresque, au panache et, comme le souhaite l'opinion, à l'exemplarité.

Dans le jeu social actuel « d'affrontement frontal » entre deux blocs (employeur/salariés), la disparition d'un corps intermédiaire de *régulation naturelle*, fonction liée à la nature même de la dirigeance, fait peser un risque d'accroissement de la distance psychologique et de détérioration de l'image de l'entreprise communautaire.

Cette *fonction d'intermédiation sociale naturelle* n'est actuellement remplie par aucun groupe social, ni en permanence, ni par posture. C'est donc aux dirigeants salariés qu'il appartient de reprendre cet étendard.

En redonnant à l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise (y compris actionnaires salariés et retraités<sup>1</sup>), en associant la dirigeance formellement, l'État pourrait trouver une nouvelle souplesse dans l'exercice de sa mission centrale gardien de l'intérêt public.

## De l'utilité de définir des règles et d'en contrôler l'application

La crise financière mondiale constitue de ce point de vue une fantastique accélération de l'Histoire.

Dans ce nouvel ordre planétaire qui s'installe, plein de doutes et d'incertitudes, émerge une grande leçon pour tous les dirigeants, qu'ils soient salariés ou mandataires sociaux, de la sphère politique, de celle des entreprises, du public comme du privé. Chacune de leurs actions est appelée à entrer dans le domaine public sous le regard du *tribunal de l'opinion*.

Aussi, les dirigeants sont invités à repenser leur fonction au plus vite, non plus simplement, comme un statut ou un privilège, mais comme un

---

1. Voir les chroniques de Jean-Louis Chambon in *Gestions et La Tribune*.

véritable métier ayant ses exigences propres non seulement en termes de compétences spécifiques mais au plan des comportements et de l'ordre moral.

L'injonction principale de l'opinion ne porte pas simplement sur une maîtrise plus cohérente des rémunérations mais sur l'ensemble des domaines, de direction, de management, de mobilisation, où les élites ont un rôle de *guide moral et professionnel*. Cette demande centrale, irréversible et universelle porte un nom : l'exemplarité. C'est désormais sur ce terrain que l'opinion a donné rendez-vous aux dirigeants avec l'objectif clair de redonner du *sens* aux actions conduites dans la société civile à titre privé ou public.

Ce défi, c'est aussi celui de la dirigeance. Elle devra savoir dépasser ses postures classiques de leader, de chef, de manager, bien souvent contradictoires, pour atteindre la noblesse d'un certain désintéressement avec une volonté farouche d'exemplarité et de transparence. Le combat qu'engage la dirigeance pour redorer le blason du gouvernement d'entreprise passe aussi par une refondation du dialogue social qui, selon le mot de Xavier Bertrand, « reste plus fort que tout ». Il le sera d'autant plus que l'ensemble des parties légitimement prenantes y participeront « es-qualité ».

D'autre part, les *codes de bonne conduite* existants ne répondent que très approximativement à la demande de l'opinion : ils sont soit trop généraux soit, à l'opposé, tellement précis qu'ils se limitent à constituer une extension du règlement intérieur et, comme le démontre Anne Salmon<sup>1</sup>, les salariés ne s'y retrouvent pas.

L'opinion a besoin de connaître les règles du pouvoir, mais veut aussi pouvoir vérifier que les règles convenues sont appliquées. Aussi, pour la dirigeance, c'est maintenant l'opportunité d'élaborer un code de déontologie, « peut-être faudrait-il créer “un code de l'honneur” équivalent du serment d'Hippocrate des médecins dans le domaine du management, intégrant une notion de responsabilité globale<sup>2</sup> », reflétant l'idée que les dirigeants salariés s'en font collectivement, en soutien et en complément des engagements annoncés par les Employeurs et leurs représentants.

1. SALMON A., *La Tentation éthique du capitalisme*, La Découverte, 2007.

2. SCHWAB C., président du forum Davos in *Le Figaro*, 13 novembre 2008.



## L'ARRIVÉE ANNONCÉE DU DIRIGEANT CHEVALIER

C'est un enjeu majeur de société qui dépasse à la fois les dirigeants et les employeurs : aussi, comme le suggère Bernard Esambert<sup>1</sup>, grand patron humaniste, ces travaux nécessitent de faire appel à des apports très larges, de « toutes les spiritualités, les philosophies et les sensibilités ».

Une succession dans le *temps social* est en marche. Après le temps et les décennies des cadres de la société industrielle, voici venir celui de la dirigeance en tant que groupe social et sans doute irrévocablement dans les prochaines décennies.

L'ère qui s'ouvre en ce début du XXI<sup>e</sup> siècle, sur fond de crise mondiale d'une ampleur exceptionnelle, accompagnée du désarroi de la société civile, en perte de lien social et de sens, est aussi annonciatrice de l'émergence d'une nouvelle race de dirigeants plus conscients de leurs responsabilités : cette dirigeance devra se montrer capable à la fois de réaliser, au plan individuel et collectif, un *retour aux sources* sur les valeurs fondamentales qui ont fait la noblesse des élites à travers l'Histoire – ce que résume l'expression chevaleresque : « courage, loyauté, courtoisie » –, mais aussi d'exprimer pour l'avenir, par l'exemplarité, une nouvelle image de l'entreprise et de la dirigeance, en déclinant à titre personnel et collectif, dans ses engagements, pour chacune de ses actions, ses responsabilités vis-à-vis de l'entreprise, de la cité et de l'humanité.

Les dirigeants devront plus que jamais privilégier le « suivez-moi » du pont d'Arcole aux options par trop intellectuelles du « responsable mais pas coupable ».

Voici venir le temps du « dirigeant chevalier ».

## RÉFÉRENCES

- BEAUDOIN J.-P., *Le Dirigeant à l'épreuve de l'opinion*, Pearson Education, 2008.  
 BLANC-SAHNOUN P., *Business Blues*, Éditions d'Organisation, 2004.  
 BOURNOIS F., DUVAL-HAMEL S., ROUSSILLON S., SCARINGELLA J., *Comités exécutifs. Voyage au cœur de la dirigeance*, Éditions d'Organisation, 2007.  
 BRETON P., *Éloge de la parole*, La Découverte, 2007.

1. Bernard Esambert, président de la Fondation pour la recherche sur le cerveau, conseiller du président Pompidou.

CHAIZE J. TORRES F. *et alii*, *Repenser l'entreprise : saisir ce qui commence, vingt regards sur une idée neuve*, Le Cherche Midi, 2008.

COMTE-SPONVILLE A., *Le capitalisme est-il moral ?*, Albin Michel, 2004.

CYRULNIK B., *Le Murmure des fantômes*, Odile Jacob, 2003.

DAUTRIAT A., *Pensées de sel*, Bernard Giovanangeli, 1999.

MARTIN D., METZGER J.-L., PIERRE P., *Les Métamorphoses du monde*, Le Seuil, 2003.

REICH R., *Supercapitalisme. Le Choc entre le système économique émergent et la démocratie*, Vuibert, 2008.

SALMON A., *La Tentation éthique du capitalisme*, La Découverte, 2007.



## Crise et communication financière : de l'excès de l'information...

WILLIAM NAHUM

S'agissant des conséquences de la crise sur la communication financière et la nécessité de transparence, deux axes ont retenu plus particulièrement mon attention : d'une part, les enseignements tirés de la conférence réalisée par « l'académie » en avril 2008 sur le sujet et, d'autre part, mon expérience récente issue de ma collaboration dans différents domaines avec le nouveau médiateur du crédit et de l'assurance-crédit, René Ricol, auprès duquel j'assure les fonctions de médiateur délégué chargé des réseaux socio-professionnels.

Je rappelle en préalable que l'académie des sciences techniques, comptables et financières que j'ai l'honneur de présider, créée à l'initiative de l'Ordre des experts-comptables, s'est positionnée depuis trois ans au croisement des connaissances techniques et conceptuelles en tant que lieu privilégié de recherches, concertations et d'échanges dans les domaines de la comptabilité, de l'audit, de la gestion et de la finance. À l'aube de cette nouvelle année, l'académie est fière de compter plus de soixante mille membres dont un tiers provenant de l'étranger avec plus de vingt-cinq pays, ainsi que trente groupes de travail. Grâce à ce réseau, l'académie fait preuve d'une grande diversité dans ses préoccupations et ne se donne aucune limite. Ses préoccupations et prochaines manifestations sont consultables sur son site Internet : <http://www.lacademie.info/>.

La conférence de 2008, qui s'est inscrite dans la continuité des objectifs de l'académie, a constitué, ce 9 avril, le moment fort de l'exercice académique. Cette conférence a été réalisée en partenariat avec Euronext et l'AMF

sur le thème de l'information périodique, une obligation découlant de la transposition en France de la directive européenne du 15 décembre 2004 sur la transparence.

Mes développements regroupent donc les points importants de cette conférence sur l'information financière.

## UN MARCHÉ INCOMPRÉHENSIBLE

Comme l'a souligné Michel Prada, président de l'Autorité des marchés financiers, le colloque sur l'information financière et la crise des marchés était le bienvenu car il a permis à tous de se poser la question suivante : « Les nouvelles règles en matière de transparence apportent-elles une réponse à la crise ? »

Cette crise qui a débuté l'été dernier est d'un type nouveau et son origine première réside dans l'excès de liquidité associé aux grands déséquilibres des échanges mondiaux. On a ainsi constaté un accroissement des flux de liquidité dans des proportions largement supérieures à celles de la croissance économique réelle en raison d'une surabondance de l'épargne dans les pays asiatiques et les pays producteurs de pétrole, en raison également d'une politique macro-économique expansionniste aux États-Unis associée à une distribution massive de prêts immobiliers et enfin en raison, au niveau mondial, d'un manque de coopération économique entre les principaux pays. Dans ce contexte de liquidité abondante, les investisseurs se sont montrés moins vigilants et l'augmentation des taux de défaut aux emprunteurs sur les prêts hypothécaires aux États-Unis a entraîné un assèchement de la liquidité sur ces marchés, créant ainsi une crise de confiance et *in fine* une crise financière mondiale.

Même si les périodes de crises sont cycliques, cette nouvelle crise financière a éclaté pour la première fois depuis de nombreuses années dans le secteur du crédit aux particuliers avant de devenir un phénomène de marché aidée en cela par un défaut d'appréciation des actifs sous-jacents et des fondements de l'économie réelle. Les facteurs clés de cette crise sont connus : liquidité excessive, large dérégulation dans certains domaines, des retours sur fond propre sans liens avec les rendements de l'économie réelle et des lacunes dans la gestion des risques, et pourtant, la crise n'a pas fini de se développer et de nouvelles pertes à supporter dans l'avenir ne sont pas du tout à exclure.

Aussi faut-il repenser l'information financière de la titrisation. Comme le soulignait Michel Prada dans son discours de clôture, cette crise est *la première crise d'une titrisation qui n'a pas fonctionné* et qui est ensuite devenue une crise bancaire de liquidité pour des raisons techniques et réputationnelles. C'est sur ce point, que nous retrouvons la problématique de l'information financière et de la transparence car elle se pose *tout au long de la chaîne de titrisation*. De plus, la dissémination des risques par les banques avant la crise a entraîné une autre difficulté liée à l'information financière, un problème de traçabilité de l'information sur les prêts.

Dans un contexte totalement nouveau se posent maintenant des questions sur les *normes de communication et de transparence*.

Une règle d'or de la communication à retrouver : être compréhensible pour être compris...

Chaque crise nous permet d'en apprendre un peu plus et celle-ci nous a d'ores et déjà appris qu'il y avait clairement un problème de non-compréhension du marché. La crise s'est en effet implantée sur des marchés peu disciplinés en termes d'information, d'où l'importance d'une réflexion sur la transparence.

## REPENSER L'INFORMATION FINANCIÈRE

Dans cette perspective et celle du colloque organisé par l'Académie, l'AMF a réalisé une étude portant sur l'information financière publiée par environ cent vingt sociétés au titre du troisième trimestre 2007, date de la première application de la directive européenne sur la transparence pour l'information trimestrielle, en s'intéressant particulièrement aux descriptions des événements et des opérations de la période ainsi qu'à la présentation de la situation financière et des résultats. Cette étude et les différentes interventions des participants au colloque du 9 avril ont montré que les différentes parties prenantes : émetteurs, analystes, auditeurs ou encore régulateurs, ont besoin de temps pour s'organiser, adapter leurs méthodes même si les sociétés françaises de l'échantillon observé ont fait preuve d'un vrai effort de communication de l'information financière.

Si l'on se réfère à nos homologues américains, la présentation des comptes trimestriels complets ne semble pas être un problème lorsqu'elle est correctement implantée au sein des organisations. Ainsi, les interviews d'Allan Cohen, contrôleur assistant chez TimeWarner, de Phil Ameen, vice-président et contrôleur général de General Electric, ou encore de

Tony Sondhi, membre du FASB et de l'Emerging Issue Task Force, montrent que les exigences d'une communication financière trimestrielle ne sont pas un problème et sont même très bien acceptées aux États-Unis qui y voient notamment comme intérêts la diminution de la volatilité et une meilleure mesure du risque.

## ÊTRE COMPRÉHENSIBLE POUR ÊTRE COMPRIS

Cependant, il nous faut rester pragmatique, trouver un équilibre et le fait de passer progressivement des comptes annuels, aux semestriels puis aux trimestriels me paraît être une très bonne chose. Il ne faut pas que les besoins d'information prennent le pas sur la gestion d'une organisation en donnant une vision trop court-termiste.

## La transparence de la communication financière comme passage obligé de la sortie de crise

La question de la transparence de l'information est centrale pour sortir de la crise. En effet, elle sous-entend la nécessité de rétablir la confiance et d'éviter le renouvellement de semblables dérives sur les marchés financiers. Comme je le disais plus avant, nous apprenons d'une crise. Il nous faut donc encourager une implication significative de tous les intervenants du marché et la mise en place d'un monitoring efficace inscrit dans le cadre international. Ainsi, il faut s'assurer d'une information pertinente aux investisseurs et de la qualité des informations traitées par les agences de notation en éclairant et justifiant leurs méthodes. Il nous faut également veiller à l'information donnée par les distributeurs et les gérants d'actifs à leurs clients et aux informations communiquées par les établissements financiers sur les transferts de risques et leurs méthodes d'évaluation.

D'ailleurs le rapport sur la crise financière de René Ricol publié en septembre 2008, auquel j'ai eu l'honneur de participer, en tant que membre du groupe spécialisé sur la *corporate governance* nous apporte d'autres éléments de réponse lorsque l'on s'interroge sur le lien entre l'information, la transparence et la crise financière.

J'ai eu en outre le privilège d'enrichir mes réflexions en poursuivant mes missions aux côtés du nouveau médiateur du crédit et de l'assurance-crédit, René Ricol, nommé par le président de la République.

## De l'importance de la standardisation de l'information financière

En effet la crise a souligné la nécessité d'une plus grande vigilance de la part des investisseurs et d'une compréhension plus fine des risques individuels mais également systémiques. Cela n'est pas envisageable sans une information financière fiable, complète et régulière. De plus, la crise étant également une crise de confiance, la transparence a un rôle important à jouer pour rétablir cette confiance. En effet, l'information financière s'est révélée difficile à interpréter, l'amélioration des normes de transparence doit donc permettre d'assurer la qualité et la standardisation de l'information financière. La transparence est une clé pour mieux connaître et ainsi faire correctement surveiller les mouvements sur les marchés, notamment le marché des matières premières avec en point de mire le pétrole. Enfin, elle est nécessaire pour les stocks physiques et les marchés à terme pour permettre un meilleur partage de l'information et ainsi une meilleure coordination au niveau international.

La rénovation du rôle des agences de notation est devenue une « impérieuse nécessité ».

Pour cela, l'une des priorités est de s'assurer de la justesse du rôle des agences de notation en vérifiant leurs règles, leurs codes de conduite et leurs modes de contrôle. De nombreuses recommandations ont déjà été formulées portant notamment sur une information accrue sur les produits de crédit structuré ou encore sur l'évaluation de la qualité des actifs sous-jacents.

Les informations prospectives sont utiles en ce qu'elles obligent à regarder l'avenir autrement que dans un rétroviseur.

Le rôle des auditeurs, même s'il n'a pas été remis en cause dans le cadre de cette crise financière, doit également être discuté pour combler le manque d'informations prospectives sur les risques des rapports d'audit davantage axés sur des informations du passé.

## Une information claire à l'usage du pouvoir politique

Parmi une liste de trente recommandations, le rapport sur la crise financière propose comme premier point d'améliorer l'information sur les questions de stabilité financière au niveau politique en réalisant un rapport tous les six mois identifiant les risques majeurs et les remèdes possibles. Il s'agit ici d'un nouveau niveau de considération de l'importance de l'information



financière en lien avec la crise financière puisque l'on ne s'intéresse plus seulement à l'information sur le marché mais à l'information à destination des politiques.

## Des dispositifs d'alerte à revoir

Finalement, la recommandation 27 apporte une justification supplémentaire à l'un des aspects essentiels du lien entre l'information financière et la crise en préconisant l'extension de l'évaluation des risques et les échanges d'informations autour du FMI afin de favoriser la mise en place de dispositifs d'alerte pour les risques systémiques.

## RENFORCER LA COOPÉRATION

La coopération internationale par le biais d'un échange d'informations financières complet et fiable et d'une transparence assurée est, en effet, à mon sens, l'une des clés de voûte du lien entre les besoins d'informations et la crise financière actuelle.

Je rappellerai volontiers que le premier défenseur de l'intérêt des actionnaires reste le conseil d'administration ou de surveillance, c'est à eux que revient la responsabilité de s'assurer, via l'équipe dirigeante et tout autre dispositif d'une bonne compréhension de l'entreprise par les marchés. Cette lisibilité passe indubitablement par une communication financière renouvelée, accessible, transparente et compréhensible par le grand et le « petit public » autant que par les spécialistes.

De cette capacité dépend la bonne valorisation par le marché de l'entreprise et donc la garantie que les valeurs intrinsèques et fondamentales ne soient pas emportées par les tourmentes et autres tsunamis financiers. C'est sans doute l'un des principaux enseignements de la crise financière mondiale.

Le côté positif s'il fallait en trouver un ? Pour atteindre cet objectif encore faut-il que les conseils disposent eux-mêmes (en particulier dans les sociétés cotées) d'une connaissance de leur actionnariat à la fois qualitative et quantitative. Cette action suppose ténacité et une grande volonté eu égard à la complexité d'un actionnariat de plus en plus hétérogène. Mais il ne faut pas se voiler la face, le monde est fait de paradoxes, la distance entre la demande « ardente » d'informations financières souvent évoquées par les administrateurs et leur implication dans la communication financière en

est un exemple. L'autre contradiction réside entre, d'une part, les progrès de la gouvernance et de la transparence qui n'ont jamais été aussi réels qu'au cours de la dernière décennie et la crise de défiance généralisée qui a suivi le désastre financier mondial.

Manifestement ces progrès n'ont pas suffi, sans doute que le déficit existant est l'une des causes de dysfonctionnement des marchés en même temps qu'ils ont fait naître des risques juridiques et médiatiques accrus. De nos jours, il ne fait pas bon d'avancer sur le terrain du « responsable mais pas coupable » sous le regard toujours plus acéré de l'opinion « on doit, on aurait dû savoir et faire savoir » telle est la loi d'aujourd'hui...

Je reste convaincu qu'une spécialisation sur ces sujets et les échanges entre experts et en particulier dans les réseaux professionnels sont de nature à éviter les pièges et les risques d'une communication financière de plus en plus exigeante *a fortiori* en période de crise.

C'est une des missions que l'académie s'est engagée à remplir en permettant le maillage de ses réseaux professionnels en France et en Europe.

La communication financière s'est certes de la technique mais avant tout une discipline morale et professionnelle.

Je remercie chaleureusement Jean-Louis Chambon de m'avoir accueilli pour cette publication ainsi que Marine Portal, doctorante en sciences de gestion à l'université de Poitiers, pour m'avoir aidé à préparer cet article et de m'avoir ainsi permis d'exprimer des convictions largement chevillées par ma longue expérience de ces domaines.



# L'intelligence économique dans le contexte de la crise

JEAN-MICHEL REYNAUD

## « GUERRE FROIDE » ÉCONOMIQUE : LE CONTEXTE

La surconsommation et la réduction des ressources énergétiques – accélérée par la récente croissance de pays continents comme la Chine et l'Inde, en parallèle avec la Russie pour l'énergie et le Brésil pour l'alimentation – provoquent l'explosion de la demande mondiale : en juillet 2008, il a été constaté que le prix du baril avait été multiplié par trois en quinze mois, les projections paraissant les plus correctes indiquaient alors que les 200 dollars du baril seraient vite atteints ; il est désormais factuel, malgré des évolutions différentes à la fin de l'année 2008, que le coût, comme la raréfaction, de l'énergie fossile est une donnée stratégique de tout premier plan. Le renchérissement de son coût, que ce soit en matière d'extraction pour le pétrole, voire pour le gaz, ou en termes de recherche et de développement pour les énergies vertes, est un paramètre dont nous devons tenir compte. L'énergie nucléaire peut alors apparaître encore plus comme une énergie de substitution au tout énergie fossile pour les applications industrielles, mais elle ne peut actuellement combler une large part de la demande domestique, notamment en ce qui concerne les transports. Le problème des déchets et de leur stockage reste posé. Les énergies vertes sont une alternative qui se développe mais leur production industrielle ne permet pour l'instant pas d'en faire une énergie de substitution quasi totale. L'alternative énergie ou nourriture, *via* les agrocarburants, est une question de premier plan qui est de plus en plus soulevée.

À cela s'ajoute une intensification des conflits culturels, des conflits d'ordre religieux : choc des civilisations et difficulté grandissante de cohabitation

entre démocratie et théocratie pour gérer le « vivre ensemble ». Les questions liées à la liberté de conscience, à la laïcité, vont devenir au centre de nombre des préoccupations essentielles de nos sociétés.

Le *dumping* salarial et social (les coûts salariaux horaires s'échelonnent actuellement de 1 à 91 sur toute la surface du globe...) et les différences de niveau de vie entretiennent des besoins sociaux hétérogènes entre individus. L'organisation mondialisée du commerce et la multiplication des échanges ont entraîné le fait que la fabrication et la production des biens s'effectuent là où les coûts de main d'œuvre sont les plus bas... conduisant ainsi à individualiser au maximum les échanges.

C'est de solidarité que tous auraient le plus besoin. Mais puisqu'il s'agit bien de concurrence mondiale, de recherche effrénée de mieux-disant, le maître mot est bien celui de concurrence.

## LES CONSÉQUENCES DE CETTE « GUERRE FROIDE » ÉCONOMIQUE

Autant le contexte est divers, autant les conséquences sont diffuses. Les délocalisations massives d'activités et de lieux de production ont fait apparaître la notion d'attractivité au sens économique. Les pays à bas coûts sociaux offrent ainsi une attractivité économique plus grande que nos pays occidentaux à qui il pourrait sembler ne rester que la conception (la recherche et le développement) et les services. Il y a une sorte d'inversion de l'attractivité Nord/Sud – Est/Ouest. Avec le renchérissement du coût de l'énergie se pose la question du retour de la fabrication plus près des lieux de consommation ou d'utilisation, mais aussi – par effet corrélatif – celle d'une augmentation du coût des produits... En tout état de cause, il y a bien une césure entre pays qui fabriquent et pays qui achètent, pays ayant adopté les normes sociales de l'OIT – Organisation Internationale du Travail – et pays ne les appliquant pas. Il y a bien aujourd'hui une instabilité grandissante car les chocs entre ces deux « attractivités » – et ces deux « mondes » – sont frontaux et grandissants, en particulier sur le standard de vie lié à la protection sociale.

Les menaces terroristes, multipolaires et diffuses, posent à nouveau le problème de la révision et de l'application du concept de Sécurité et de Défense nationale. Il faut reformater l'Institution militaire et pointer les menaces plus diffuses et marquées par l'incertitude stratégique : prolifération nucléaire, terrorisme de masse, cyberattaques, agressions nucléaires, bactériologiques ou chimiques, mais aussi risques pandémiques forts (grippe

aviaire). C'est pourquoi l'accent doit être mis sur la connaissance et l'anticipation, sur le renseignement et sur le partage de la protection avec la sécurité civile, tout en maintenant l'effort de dissuasion nucléaire, assurance-vie de la nation.

La « guerre froide » économique implique bien un besoin vital d'une politique d'intelligence économique.

## GUERRE ÉCONOMIQUE : RÉALITÉ CACHÉE MAIS AFFRONTEMENTS RÉELS

La géographie du monde issue de la guerre froide a révélé l'existence de territoires visibles et invisibles sur lesquels les puissances se confrontent sans recourir à la guerre traditionnelle. Ainsi la géostratégie est devenue une matière primordiale pour la compréhension des évolutions d'un monde en pleine guerre économique. La géostratégie renvoie à des réalités qu'il n'est pas toujours aisé d'expliquer dans la mesure où l'attaquant dissimule ses stratégies d'influence, et encore plus ses actions agressives, et sans qu'il puisse d'ailleurs connaître ses propres prédateurs ou du moins la totalité de ceux-ci. Qui plus est, l'échelle de dangerosité de la dite prédation peut évoluer selon les dossiers. L'affrontement économique en temps de paix n'ayant aucun caractère officiel, seule l'observation fine de toutes les informations disponibles peut nous aider à y voir plus clair.

En milieu ouvert, les attaques économiques utilisent plusieurs canaux, en premier lieu desquels se situe la stratégie d'influence. Celle-ci englobe la diplomatie, les réseaux et les lobbies. En second lieu, la négociation qui peut passer du travail d'équipe à la pression psychologique et, enfin, la polémique qui peut mettre en action divers outils : occupation du terrain et mobilisation, discussion sur la légitimité de tel ou tel discours, domination par les compétences réelles ou supposées, tout cela facilité par la diffusion par Internet.

En milieu fermé, les attaques économiques sont bien évidemment beaucoup plus agressives et plus difficiles à repérer car elles sont masquées : activités liées au renseignement (espionnage industriel, noyautage des organisations, piratage informatique et cyberattaques, etc.), celles relatives à la désinformation (diffusion de fausses nouvelles, manipulation des médias, campagne de dénigrement, création de faux sites internet, etc.) et, enfin, celles utilisant la corruption des individus (paradis bancaires et fiscaux en Europe comme dans le reste du monde).

C'est pourquoi les risques financiers doivent être au cœur des stratégies des entreprises à travers le concept et des pratiques d'intelligence économique<sup>1</sup>.

Le Conseil économique, social et environnemental de la République est la troisième assemblée constitutionnelle de la République. Ces avis et recommandations, appuyés par un rapport, se veulent essentiellement à l'usage des petites et moyennes entreprises. Les secteurs clés, dits stratégiques, ne sont pas que l'aéronautique, la défense, l'énergie et l'industrie pharmaceutique. Des PME opèrent aussi dans ces secteurs, mais dans bien d'autres autrement « stratégiques » ; le gouvernement Villepin a décidé de protéger dix secteurs sensibles : l'armement, le marché secret-défense, la cryptologie, les technologies duales/la sécurité des systèmes informatiques, le matériel d'interception et de communication, la protection d'antidotes, les biotechnologies et les casinos (blanchiment d'argent).

## L'INTELLIGENCE ÉCONOMIQUE : DÉFINITION ET MAÎTRISE

Une définition simple et pertinente de l'intelligence économique est due à Alain Juillet, haut responsable chargé de l'intelligence économique : « *L'intelligence économique, c'est la maîtrise et la protection de l'information stratégique utile pour tous les décideurs économiques* ». On peut lui assigner un triple but : la croissance, l'emploi et la cohésion sociale.

Au delà de l'information et de sa maîtrise, le concept d'intelligence économique doit intégrer des domaines plus offensifs, comme l'attention portée aux marchés et aux consommateurs à l'échelle mondiale, l'anticipation de nouvelles règles internationales, les transpositions des directives européennes et les comportements socialement responsables.

Concernant les entreprises, il faut en premier lieu mobiliser tout le personnel, ses représentants et ses syndicats, autour de la nécessité d'intégrer le concept d'intelligence économique (avec recours éventuel à un conseil externe et labellisation des « vrais professionnels »).

L'enjeu est de prendre la mesure du patrimoine informationnel de l'entreprise (élaborer des plans de sauvegarde en cas de crise grave). En parallèle, il convient d'intégrer les évolutions sociétales (développement durable, droits sociaux, transparence financière, lutte contre la corruption) et d'avoir une réflexion sur les coûts et les risques en matière de brevetage des innovations.

---

1. Voir le rapport du Conseil économique et social (CES) publié en septembre 2006.

Il faut s'appuyer sur les facilitateurs que sont les chambres consulaires, les Fédérations professionnelles, les Conseils régionaux, les CESR<sup>1</sup>, qui permettent la mutualisation des dépenses, la création de banques de données spécialisées, la traduction des brevets et la labellisation des formations en intelligence économique.

Un véritable partenariat public/privé est nécessaire, qui doit déboucher sur une vraie garantie de crédits pour les programmes d'intelligence économique.

L'État, pour sa part, doit accroître son influence dans les instances internationales en préparant plus activement toutes les réunions internationales de négociation, et mieux engager une réflexion collective sur la défense des intérêts économiques nationaux, dans le sens d'une meilleure compréhension des besoins des entreprises comme des attentes de tous les partenaires sociaux. En un mot, il est demandé à l'État de définir une stratégie et de s'engager résolument dans une réflexion prospective.

La préservation des intérêts vitaux de l'Union (Stratégie de Lisbonne) passe certainement par la revitalisation d'une politique industrielle européenne et par la création d'une *Small Business Administration* européenne pour favoriser l'accès à la commande publique pour les PME (des dérogations existent déjà pour les États-Unis, le Japon, la Corée, le Canada et Israël). Le *Small Business Act* pour l'Europe est un engagement pris en mars 2008 par Günter Verheugen, vice-président de la Commission européenne, chargé des entreprises et de l'industrie.

Le rapport du CES induit une stratégie offensive car les PME de haute technologie sont confrontées à des rachats par des fonds d'origine suspecte (mouvances sectaires) et certains secteurs industriels sensibles sont noyautés par des fonds d'investissement aux origines douteuses.

On s'interroge aussi sur le détournement de matière grise par le débauchage de chercheurs et la prééminence de la langue anglaise (il faut utiliser la langue française impérativement) qui agit comme un verrou sur la connaissance scientifique et le contrôle des publications professionnelles.

À l'évidence, la mondialisation est jugée anxiogène : le politique prime sur l'économique et l'économique prime sur le social.

---

1. CESR : centre économique et social régional.



Savoir si les États, ou groupes d'États, sont en capacité de protéger leurs intérêts économiques et sociaux devient crucial. Les citoyens retrouveront-ils le goût du collectif ou se recroquevilleront-ils dans une position individualiste encore plus marquée ? Sur un plan plus général, solidarité et fraternité devraient être revigorées. C'est bien le sens de la recherche de cohésion sociale, associée à de la croissance et à des emplois, qui est le but poursuivi par les pratiques d'intelligence économique.

## PROTÉGER LES INTÉRÊTS ÉCONOMIQUES ET SOCIAUX

La protection des intérêts économiques et sociaux (patriotisme économique) est une volonté centrale d'un dispositif de protection économique et sociale bien compris. Tous les grands pays libéraux autour de nous mènent une politique d'intervention massive de l'État.

Cette politique d'intervention est aussi, pour partie, une politique de régulation dont les secteurs économiques, financiers et sociaux ont grand besoin. La crise de 2008 a failli provoquer, si ce n'étaient les interventions concertées des États, un krach financier. Il ne faut pas être « fleurs bleues » dans un monde de brutes : l'environnement économique est brutal et nécessite bien d'être qualifié de véritable « guerre froide » économique. L'interventionnisme et la régulation sont des armes qui peuvent rendre la mondialisation moins sauvage et la crise de 2008 plus « maîtrisable » ou éviter une véritable catastrophe systémique : ainsi, la publication du rapport de la commission Croissance et développement, le 22 mai 2008, composée de prix Nobel, d'anciens chefs d'État, de ministres et anciens premiers ministres et épaulée par la Banque mondiale, considère qu'il faut sonner la fin du tout-libéralisme en vogue depuis la fin du XX<sup>e</sup> siècle en matière de politiques de développement économique.

Les conclusions qui en sont tirées vont à l'encontre du « Consensus de Washington » (théorie des années 1980), qui prônait la réduction des déficits, des impôts et des dépenses publiques, l'accélération des privatisations et des déréglementations.

Mais la crise de 2008 est passée par là.

## INTÉRÊT STRATÉGIQUE ET DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUE

Fort de ces éléments, il nous faut reconditionner notre défense nationale dans un contexte multipolaire et définir une stratégie de sécurité englobant la protection des secteurs économiques et sociaux – dont le réseau des PME – dans la Défense nationale.

La liste des intérêts vitaux reste ouverte.

Elle comporte en premier lieu nos dépendances et actifs stratégiques nationaux (énergie, industries militaires, santé, recherche médicale, information et communication/logiciels libres) ainsi que nos dépendances financières et économiques. Il nous faut donc aussi avoir une vision sur des métiers stratégiques comme l'audit, la finance, l'investigation, l'assurance, la régulation bancaire et financière, qui sont autant de secteurs encore dominés par les anglo-saxons, et s'interroger pour savoir si c'est une fatalité ou s'il ne conviendrait pas d'y être plus présents.

À l'instar de ce que les États-Unis – et plus particulièrement leur Agence centrale d'investigation – ont fait en créant In-Q-Tel en 1999, il faut créer des fonds d'investissement en faveur de la maîtrise des hautes technologies. La Banque centrale européenne remplit-elle correctement son rôle (croissance, emploi et cohésion sociale) ? Son degré d'indépendance ne nuit-il pas – ou dans quelle mesure nuit-il – à la politique européenne décidée par les représentants politiques des pays membres de l'Union européenne ?

Les fonds souverains – nés dans les années 1970 dans les pétromonarchies et qui proviennent d'Asie depuis 1975 (notamment de Corée depuis 2006, de Chine depuis 2007 et depuis 2008 du Brésil) – qui étaient à l'origine des placements à long terme pour l'après pétrole – et qui sont aujourd'hui des placements à long terme pour les excédents commerciaux et les réserves de change – dont le rendement financier recherché est maximal, et dont le but est la recherche de positions de contrôle dans des secteurs clés (comme les matières premières et l'énergie) – représentent un intérêt stratégique de tout premier plan. Ils disposent actuellement de quelques 3 500 milliards de dollars et pourraient en gérer 12 500 milliards en 2015. Un tel intérêt stratégique, à l'évidence, doit conduire rapidement la France, à accueillir ces fonds souverains, notamment *via* la Caisse des Dépôts, comme la récente création de son propre fond souverain par cette dernière.

Trop souvent, les mesures prises sont perçues comme défensives. On réagit alors qu'il faut agir. On vit dans une société de risques dont l'essentiel de la production vise à contrer ces risques, ce qui est en soi très réducteur et très handicapant globalement.

La notion de « patriotisme économique » appelle à la prudence : c'est une « arme comprise » si l'appareil d'État est efficace et les partenaires sociaux écoutés et entendus. Il convient de s'engager également pour la création d'institutions de régulation d'une économie multipolaire (réformer notamment le G8 et les institutions de Bretton Woods – FMI et Banque mondiale), ce que la crise de 2008 a rendu obligatoire et urgent.

## LA SÉCURITÉ ÉCONOMIQUE : IMPORTANCE DU RÔLE RÉGULATEUR DE L'ÉTAT

La sécurité économique, en ce qu'elle vise à assurer le développement et le maintien de l'activité économique d'une entreprise ou d'un pays dans son environnement par de la croissance, de l'emploi et de la cohésion sociale, est essentielle au développement économique. Elle est à l'évidence une partie de la sécurité nationale.

La qualité de l'environnement économique est essentielle à cette sécurité économique. Il faut ainsi se montrer extrêmement attentif et réactif sur des sujets d'une très grande sensibilité comme les paradis fiscaux (il faut purement et simplement interdire aux banques d'y travailler de quelque manière que ce soit), les fraudes et les menaces financières. La vulnérabilité du capital des entreprises françaises – ou installées en France ou françaises installées à l'étranger – doit être surveillée. Les affaires comme celle d'Arcelor-Mittal montrent combien l'utilisation de l'argent du contribuable français, sans aucun retour sur investissement, doit être parcimonieuse ou sujette contractuellement à des engagements réciproques sur une longue durée.

La cybercriminalité est devenue un vrai sujet, tout comme l'espionnage industriel dont l'ampleur aujourd'hui révèle combien la déontologie des économies de marché est dégradée, sans parler des risques de tensions politiques préjudiciables à la paix mondiale.

Par extension, les attaques contre notre croissance, nos emplois et notre cohésion sociale sont des attaques contre notre sécurité économique et donc contre notre sécurité intérieure. Les implications fortes que cela peut provoquer sur nos modes de vie, notre pacte social, font qu'il est impératif

de sécuriser notre environnement économique et social, en insistant tout particulièrement sur notre cohésion sociale sans laquelle une société ne peut fonctionner durablement.

Une des missions de premier plan de l'État est de faire de la prospective (scénarios d'anticipation largement absents dans la crise de 2008).

La cohésion sociale étant, au même titre que la croissance et l'emploi, une condition majeure, il faut être en mesure de pouvoir garantir cette cohésion sociale à chaque instant par la croissance et l'emploi : s'il y a des choses qui ne se décrètent pas, des décrets ou des lois ont des répercussions sur ces choses.

L'État doit également être attentif aux évolutions sociétales, c'est-à-dire aux sujets qui ont une réelle importance pour notre développement et notre degré d'acceptation sociale. Trois grands domaines peuvent être retenus, qu'il est difficile d'analyser séparément : le développement durable, les droits sociaux au sens large, et tout ce qui touche à la transparence financière et à la lutte contre la corruption. L'objectif étant d'avoir des comportements sociaux irréprochables – on reproche à la Chine ce que nous pouvons de la même manière reprocher à des patrons français –, on aurait tort de penser que nos sociétés « acceptent » cette part de corruption généralisée.

Ce rôle régulateur doit aussi favoriser le dialogue entre les États pour endiguer les dérives nationalistes et individualistes à l'échelle internationale. Un développement qui nécessite un cadre économique globalement respecté, avec une forme de déontologie universelle, ensemble de pratiques, de règles et de normes techniques identiques ou similaires dans les domaines sanitaires et englobant la législation du travail. Sans normes sociales équivalentes, les déséquilibres du monde se renforceront et provoqueront des distorsions génératrices de tous les conflits : la guerre froide économique laisserait la place à une guerre qui n'aurait de conventionnelle que le nom.

## SCÉNARIO DE SORTIE DE LA CRISE DE 2008

On connaît l'enchaînement désastreux de la crise mondiale : des *subprimes* aux faillites bancaires, de la perte générale de confiance au krack boursier, jusqu'à l'effondrement prévisible de la croissance mondiale.

Le déclencheur à court terme fut la crise des *subprimes* vendus par des courtiers non soumis à la régulation financière et qui ont prêté à des particuliers dont les ressources étaient nettement insuffisantes pour assurer les

remboursements mais en anticipant une hausse de la valeur de ces biens immobiliers. En 2007, les prix de l'immobilier ont baissé aux États-Unis et les agences fédérales chargées de refinancer ces prêts ont fait faillite en septembre 2008 et ont été placées sous tutelle gouvernementale ; les banques américaines ont racheté ces prêts puis ont cédé ces risques sur le marché en créant des véhicules complexes qui ont dispersé les risques entre divers acteurs financiers (autres banques, *hedge funds*, Sicav, etc.) ou non financiers (fonds de pension, assurances, particuliers) ; une véritable « vaporisation du risque » a eu lieu.

Pour obtenir des rendements attractifs, des acheteurs ont accepté ces véhicules, dont la notation des titres était bonne, voire très bonne. Les difficultés passagères de grandes banques comme UBS, Merrill Lynch, Northern Rock, Bear Stearns ou JP Morgan, entre 2007 et le début de 2008, ont commencé à semer le doute sur la durabilité d'un tel système ; en septembre 2008, pour ne pas continuer à encourager un tel risque sur le système global et un tel comportement d'aléas de moralité, les autorités américaines n'ont pas secouru la banque Lehman Brothers ; ce signal fort au marché a signifié le début de la crise bancaire, la défiance devenant générale. La chute des marchés boursiers a été alimentée par les ventes de titres par les acteurs bancaires qui cherchaient des liquidités. La liquidité du marché a été assurée par les banques centrales, en concertation ; les marchés non régulés ont cessé de fonctionner correctement ; le doute a été jeté sur les valeurs bancaires dans leur ensemble, ainsi que sur les agences de notation (à l'évidence beaucoup trop en conflit d'intérêt : entre 2002 et 2007, le revenu total des trois seules agences existant – toutes américaines et de statut entièrement privé – a doublé, passant de 3 à 6 milliards de dollars US) et le crédit s'est raréfié, voire gelé.

L'annonce d'une récession mondiale alimente la baisse des cours boursiers qui anticipent des faillites d'entreprises, et au moins d'importantes baisses des bénéfiques, sans parler d'une hausse très importante du nombre de chômeurs.

Cette crise suscite de multiples réactions et questions en matière de politique économique : est-elle le reflet des failles de la régulation, d'une certaine faillite du jeu du marché et de la libre concurrence, voire du capitalisme lui-même ? Certainement un peu de chacun des facteurs. Les conséquences de l'ensemble de ces dysfonctionnements sont déjà graves et coûteuses pour ce

que l'on peut en voir et certainement encore plus délicates – voire catastrophiques – pour ce qui devrait en découler, et les interventions des États ont été massives et très inhabituelles.

La crise boursière de 2008 permet de faire un premier constat qui montre bien son caractère mondial et profond : environ 30 000 milliards de dollars US de capitalisation boursière ont été détruits depuis janvier 2008, soit plus de deux fois le PIB des États-Unis ou environ douze fois celui de la France ! Les cours des indices exprimés en euros ont fortement baissé fin 2008 par rapport à fin 2007 : - 27 % en Amérique du Nord, - 40 % en Europe (de - 64 % pour l'Irlande à - 23 % pour la Suisse), - 30 % pour l'Asie développée (de - 64 % pour Hong-Kong à - 22 % pour le Japon) et - 50 % pour l'Asie émergente (allant de - 62 % pour l'Inde à - 39 % pour la Malaisie), - 44 % pour l'Amérique Latine (de - 49 % pour l'Argentine à - 28 % pour la Colombie), - 61 % pour la Russie et - 9 % pour la Jordanie. Ces quelques chiffres montrent qu'aucune place boursière n'a été épargnée. En parallèle, on a observé une très forte volatilité journalière (écarts de plus de 10 % sur de très grands indices) montrant ainsi la très grande perte de confiance et une baisse des cours de l'ensemble des matières premières (à l'exception de l'or qui est restée une valeur dite « refuge »). Le système bancaire et financier est passé à la fois sous la garantie des États, mais aussi sous leur « tutelle », ce qui est une contrepartie que l'on peut qualifier de normale dans un pareil cas – États qui sont alors passés en première ligne aux yeux des marchés et des utilisateurs du système financier et bancaire, comme l'ont bien montré les situations de l'Islande, de la Hongrie et de l'Ukraine, pays obligés de faire appel au FMI.

Pour en sortir, il faut – c'est une évidence – éviter que les mêmes causes produisent des effets identiques. On ne sort d'une crise de système que si l'on change les règles de fonctionnement du système par une véritable prise de conscience des dysfonctionnements constatés : on peut parler de retour à des valeurs fondamentales, à des pratiques professionnelles traditionnelles et dûment validées, au respect d'une éthique des affaires. En parallèle, il faut revoir le mode de distribution des revenus et du fruit du travail : revoir la déformation du partage de la valeur ajoutée au détriment des salaires (ce qui a conduit aux *subprimes*) et revoir la partition entre les profits distribués à l'actionnaire et les profits réinvestis.

On peut aussi signaler le fait que les agences de notation devraient être soumises au contrôle du FMI, qu'il faut certainement une meilleure gouvernance mondiale avec des stratégies concertées en matière d'équilibre

macroéconomique, lutter contre les paradis fiscaux en interdisant aux banques d'y travailler, en revoyant les modes de rémunération du système financier, etc.

Une chose également très importante est de bien comprendre qu'il nous faut changer complètement de logique : passer du court terme, de l'avidité et de la cupidité, à un système basé sur le long terme, sur le durable et le solidaire : bienvenue dans le « nouveau monde » de l'après crise...

La sécurité économique est une part de la sécurité nationale ; notre économie qui, tout en restant d'une relative compétitivité et attractivité dans une économie mondiale encore dominée par les États-Unis, demain par la Chine (pour l'industrie) et l'Inde (pour les services), voire par la Russie (pour l'énergie) et le Brésil (pour l'agriculture et les agrocarburants), contribue à un certain équilibre mondial. Cet équilibre est constamment remis en cause par le contexte, les conséquences de la mondialisation et plus que jamais par la crise mondiale avec son cortège de conséquences incalculables à ce jour aux plans économique, financier et social.

S'ajoutent aussi les problèmes nouveaux comme le coût et la raréfaction de l'énergie, les crises alimentaires, et des menaces plus ciblées et plus prégnantes comme les menaces environnementales.

C'est dans ce contexte que l'intelligence économique – maîtrise et protection de l'information stratégique utile pour tous les décideurs économiques – peut contribuer à assurer une meilleure sécurité économique qui doit être constamment recherchée, car elle est indispensable à la croissance et à l'emploi, mais aussi nécessaire à la cohésion sociale sans laquelle aucune société ne peut se développer durablement.

Partie 3

REGARDS  
DE L'ÉCONOMIE  
FINANCIÈRE

---





# Faut-il reconstruire le capitalisme ?

NICOLAS BOUZOU

L'idée selon laquelle cette crise serait celle du capitalisme revient dans les conversations de façon récurrente. Cette assertion convainc particulièrement dans la sphère politique : le président de la République lui-même a appelé plusieurs fois à « reconstruire un capitalisme régulé » ou un « capitalisme d'entrepreneurs ». Cette proposition présuppose deux hypothèses :

- que cette crise soit essentiellement liée à une défaillance du marché ;
- qu'il soit possible de modifier la nature du capitalisme.

Notre article remet en doute des deux affirmations. D'abord, cette crise n'est pas une crise du capitalisme, mais une crise de la réglementation financière et, plus précisément (et essentiellement), des systèmes de régulation américains des secteurs bancaires et immobiliers, ainsi que de la politique monétaire. Ensuite, le capitalisme en lui-même, ordre spontané, ne peut être réformé. C'est la réglementation financière qu'il convient d'amender. C'est un travail lourd, laborieux et pointilleux, mais néanmoins nécessaire<sup>1</sup>.

## LES ERRANCES DU *NEW DEAL*

Le « marché » ou, pour être parfaitement rigoureux, les individus qui le composent, répondent à des incitations. C'est l'une des grandes leçons de l'analyse économique de ces cinquante dernières années et c'est, très certainement, une loi humaine qui dépasse très largement le cadre de

---

1. Les points qui suivent font l'objet de développements supplémentaires dans mon ouvrage *Krach financier*, paru en décembre 2008 aux éditions Eyrolles.

l'économie monétaire. C'est pour cette raison que la bonne compréhension de la crise financière actuelle requiert une connaissance intime des institutions américaines, en particulier celles qui régissent le secteur bancaire et l'accès à la propriété immobilière. Autrement dit, pour comprendre cette crise, il convient de remonter assez loin dans le temps, au moment où Franklin Roosevelt a posé les bases des politiques d'encouragement de développement du système financier américain.

Dans les années 1930, le système bancaire américain était très frustré. Des banques simples, qui faisaient de la transformation, c'est-à-dire qui disposaient de fonds propres, et qui empruntaient à court terme pour reprêter à long terme. Ce métier de banquier au sens originel du terme comporte trois risques : un risque de crédit (risque de non-remboursement de l'emprunteur), un risque de taux d'intérêt (risque que le coût de financement augmente) et un risque de liquidité (risque de manquer de ressources disponibles quand la banque en aura besoin).

C'est au cours de ces années qu'est intervenu un événement très important pour la compréhension de la crise actuelle. Après le déclenchement de la crise de 1929, le Président américain Franklin Roosevelt lança le *New Deal*. Cette politique était censée faire intervenir massivement l'État dans l'économie afin de tenter de la redynamiser. C'est dans ce cadre que fut créée, en 1938, une entreprise, à l'époque détenue par l'État : Fannie Mae. Fannie Mae, acronyme de Federal National Mortgage Association, fut imaginée pour accélérer le développement du marché du crédit immobilier. La société rachetait aux banques les crédits qu'elles avaient octroyés aux Américains, à une condition : que ces crédits soient « conformes », c'est-à-dire que leur probabilité de remboursement, sans être certaine, soit bonne. Ainsi, les banques vendaient leurs créances et renonçaient à toucher les taux d'intérêt qui allaient avec, mais elles se débarrassaient aussi des trois types de risques que nous avons cités. Oui mais alors pourquoi est-ce que Fannie Mae pouvait accepter de prendre les risques dont les banques ne voulaient plus ? Tout simplement parce que Fannie Mae était une immense entreprise, alors que les banques américaines étaient relativement petites. Une entreprise plus grande, et donc, des risques plus diversifiés.

Ce mécanisme fonctionna parfaitement pendant de nombreuses années. Fannie Mae achetait de plus en plus de crédits, et les Américains pouvaient accéder en masse à la propriété. Ce succès était tel que les prêts rachetés par Fannie Mae commencèrent à peser sérieusement sur la dette de l'État américain. C'est la raison pour laquelle Fannie Mae fut privatisée en 1968.

Le gouvernement continua de garantir ses prêts, lui permettant ainsi d'emprunter de l'argent à des taux particulièrement avantageux. La même année, fut créée la Government National Mortgage Association (Ginnie Mae), qui permettait à l'État de garder un pied directement dans le marché du crédit au logement. Ginnie Mae était chargée de gérer les crédits immobiliers garantis par l'État (plus précisément par une agence gouvernementale appelée Federal Housing Association), c'est-à-dire essentiellement destinés aux personnes économiquement les plus vulnérables. En 1970, Ginnie Mae innova en inventant des produits financiers adossés à des créances hypothécaires. Ces fameuses créances donnaient naissance à de véritables titres qui pouvaient passer de main en main. Les remboursements des ménages qui, initialement, s'étaient endettés revenaient en fin de compte à ceux qui avaient acheté ces titres ! Ginnie Mae avait inventé la titrisation.

Une fois privatisée, Fannie Mae se spécialisa dans le rachat des crédits non garantis par l'État. En 1970 fut créée une seconde société, Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation), afin d'exercer une saine concurrence face à Fannie Mae. Cette nouvelle entreprise tira tout de suite profit de l'innovation de Ginnie Mae et se lança aussi dans la titrisation, mais à partir de crédits immobiliers classiques (pas forcément garantis par l'État). Ainsi, une personne possédant des revenus confortables qui souhaitait acquérir un bien n'était pas éligible à la garantie de l'État. Sa banque vendait alors ses créances à Fannie Mae ou Freddie Mac. Ce dispositif apparemment astucieux, conçu avec les meilleures intentions du monde, posa les fondations de l'effondrement du système financier américain près de quarante ans plus tard.

Progressivement, Fannie Mae et Freddie Mac devinrent des entreprises géantes. Les fameux titres adossés sur des créances immobilières furent achetés sur les marchés financiers par des investisseurs, par des clients fortunés et parfois même par les banques elles-mêmes, celles-là mêmes qui avaient octroyé le prêt originel... Ce processus de transformation de créances en titres, la « titrisation », permet d'extraire les risques cités plus haut des bilans des banques, mais aussi de ceux de Fannie Mae et Freddie Mac. Les risques se retrouvent ainsi disséminés dans les mains d'une quantité indénombrable d'investisseurs, de banques, de riches particuliers.

Allons maintenant directement dans les années 2000. Tout fonctionne apparemment si bien que les grandes organisations financières disputent le marché de la titrisation à Freddie Mac et Fannie Mae. Wells Fargo,

Lehman Brothers, Bear Stearns, JP Morgan, Goldman Sachs ou Bank of America se lancent avec succès dans ce type d'opérations, attirées par ce secteur en pleine croissance. La part de marché de Freddie Mac et Fannie Mae passe ainsi de plus de 75 % en 2003 à moins de 45 % en 2006.

Dans ce contexte presque euphorique se joue une autre évolution, majeure quant à son rôle dans la crise qui va suivre. Pour se différencier de Fannie Mae et de Freddie Mac, qui ne titrisent que des crédits de très bonne qualité (pour lesquels le risque de non-remboursement est très faible), les nouveaux venus sur le marché titrisent des crédits plus risqués. Bien entendu, n'importe quel investisseur peut être intéressé par de tels titres, si le risque est compensé par une rentabilité élevée. Or les grands investisseurs doivent en particulier respecter des ratios dits « prudents », qui limitent les risques qu'ils peuvent prendre. Par conséquent, la totalité des crédits titrisés de mauvaise qualité ne pouvait trouver preneur.

Pour pallier cette difficulté, il fallut trouver un mécanisme, qui consista à mélanger ces titres risqués à des produits moins risqués.

En théorie, tout devrait bien se passer : la titrisation telle que nous l'avons décrite n'est pas mauvaise en soi, car elle permet de disséminer les risques sur l'ensemble des marchés financiers. Les processus rendus possibles par les innovations financières ont d'ailleurs, pendant longtemps, bien fonctionné. De plus en plus de prêts immobiliers risqués ont été octroyés, puis transformés en produits financiers de qualité de plus en plus médiocre, mais suffisamment séduisants pour trouver preneurs auprès de banques, de compagnies d'assurances ou de fonds de pension. Néanmoins, le ver est dans le fruit. En effet, les banques qui font des prêts immobiliers prennent davantage de risques, car elles savent qu'elles vont vendre leurs crédits à une banque d'investissement et non les conserver à leur bilan. C'est l'une des clés de la bonne compréhension de la crise.

## LE SUBPRIME ET LES ANNÉES GREENSPAN

Les prêts aux ménages *subprimes*, c'est-à-dire à des ménages présentant un profil de solvabilité aléatoire, n'auraient pu se développer dans des proportions massives si les pratiques de titrisation n'avaient pas permis une dilution des risques. La responsabilité de la façon dont Fannie Mae et Freddie Mac ont, sans que ce fût une volonté délibérée, poussé la titrisation, est incontestable. Mais elle ne suffit pas à expliquer l'ampleur du phénomène. En effet, le gonflement de l'endettement des ménages américains (y compris sous sa

forme *subprime*) et l'envol des prix immobiliers n'auraient pas pu être possibles si la Fed n'avait pas mené une politique monétaire extraordinairement expansionniste, après l'éclatement de la bulle Internet qui s'était formée dans les années 1990 et, surtout, après le 11 septembre 2001.

Après l'éclatement de la bulle Internet, puis le choc du 11 septembre 2001, la Fed a considérablement baissé ses taux d'intérêt, ce qui a empêché l'économie américaine de plonger. Utiliser l'arme monétaire à ce moment précis était pertinent. Mais la Banque centrale américaine a ensuite tardé à réaugmenter ses taux d'intérêt. Elle ne l'a fait pas à pas qu'à partir de la fin de l'année 2004, alors que la croissance économique était déjà forte. En agissant ainsi, elle a alimenté une explosion de la demande de crédit et une bulle immobilière, celle-là même dont l'éclatement va se répercuter sur nos économies, et donc sur notre vie quotidienne, pendant encore plusieurs années. Un indicateur particulièrement spectaculaire le montre : le taux d'épargne des Américains est négatif depuis plusieurs années. En d'autres termes, les ménages s'endettent tellement qu'ils consomment plus qu'ils ne gagnent. Cette situation, directement liée à la stratégie d'Alan Greenspan, n'est pas viable. Non seulement la politique très expansionniste d'Alan Greenspan a encouragé le mouvement des prêts *subprimes* en lui-même, mais elle a aussi favorisé les achats de produits financiers complexes ou produits structurés (en particulier des produits titrisés).

Des taux d'intérêt faibles sont en effet généralement associés à une quantité de monnaie en circulation plus abondante. Profitant de cette masse monétaire très abondante, le système financier s'est tourné vers des produits financiers de plus en plus complexes et risqués, typiquement les ABS, CBS ou CDO. Ainsi, les banques qui prêtaient à des ménages *subprimes* ont pu assez facilement se débarrasser du risque en le « revendant » (le marché des produits à base de titrisation était alors florissant) et ont octroyé de plus en plus de prêts ! Cette explosion de la place prise par les produits financiers complexes a été rendue possible par le mauvais calibrage de la politique monétaire de la Fed durant la première partie des années 2000. Alan Greenspan a ainsi organisé les conditions d'une expansion immobilière trop forte et donc, de la crise qui s'ensuivrait fatalement.

L'enchaînement qui mène de la hausse des taux d'intérêt à la chute des prix de l'immobilier est connu : les taux d'intérêt s'accroissent, le coût total d'un crédit à taux variable pour les ménages devient donc plus élevé. Par conséquent, la demande de maisons et d'appartements diminue, et les prix finissent par suivre. C'est typiquement ce qui s'est passé aux États-Unis. Le

nombre de mises en chantier de logements s'est effondré à partir de 2005, soit un an après l'augmentation des taux d'intérêt. Les prix eux aussi ont chuté. Par ailleurs, la part des ménages *subprimes* qui se trouvaient dans l'impossibilité de rembourser leurs prêts a grimpé dès le printemps 2005 (en raison de la hausse des taux d'intérêt). En deux ans, le « taux de défaillance » est passé de 10 % à plus de 16 %.

L'augmentation des incidents de paiement sur les prêts *subprimes* a entraîné une baisse de la valeur des produits financiers complexes. Cette réaction en chaîne est logique : l'architecture de ces produits repose *in fine* sur les crédits qui ont été octroyés, au départ, à des Américains à revenus faibles ou variables qui souhaitaient s'acheter un logement. Si ces derniers sont en difficulté, toute la chaîne des produits financiers est affectée.

## NORMES COMPTABLES, AGENCES DE NOTATION ET *HEDGE FUNDS*

Si l'on devait retenir deux coupables principaux au désastre qui a frappé le monde de l'économie ces derniers mois, il faudrait retenir ceux de Franklin Roosevelt et d'Alan Greenspan. Bien entendu, d'autres types d'acteurs ont une responsabilité dans la crise. Parmi ceux-là, celle des agences de notation est remarquable. Il a été démontré que leur *business model* (se faire rémunérer par les entreprises que l'on note) les avait conduits à surnoter les produits qui, par la suite, perdraient le plus de valeur. En même temps, c'est parce qu'ils ont évolué dans un contexte de faible taux d'intérêt et de liquidités abondantes (ce qui a été le cas jusqu'en 2004) que nombre d'investisseurs ont réalisé une analyse du risque un peu trop sommaire, s'en remettant rapidement à l'avis des agences de notation.

On a également coutume de critiquer, à juste titre, les normes comptables *mark to market* qui auraient amené les banques à dévaloriser rapidement leurs bilans et donc leurs fonds propres, les obligeant à restreindre les conditions d'accès au crédit. Ces critiques sont justifiées, et ces normes comptables devront être totalement revues. Mais elles ne sont pas responsables de la crise, elles ont « seulement » accéléré sa propagation et intensifié ses effets sur l'économie réelle. De même, le comportement des *hedge funds*, là encore souvent critiqués, a joué un rôle d'intensificateur de la crise. Mais celle-ci n'est absolument pas née du comportement des fonds spéculatifs. Ceux-ci ont commencé à connaître de graves difficultés une fois la crise financière largement entamée. Mais ils ne sont pas pour grand-chose dans son déclenchement.

## CONCLUSION : QUE FAUT-IL RECONSTRUIRE ?

Les marchés financiers ont leur utilité. Ils permettent aux entreprises de trouver de l'argent pour financer leur développement. En cela, ils stimulent la croissance économique. Au contraire, à vouloir étouffer les marchés financiers par une réglementation excessive, c'est en réalité la croissance économique que l'on entrave. Tout n'est pas mauvais dans le monde complexe de la finance. De bons produits existent, d'autres ont un rapport qualité/prix médiocre. Certains produits sont trop complexes pour être utilisés en maîtrisant les risques qui leur sont liés. C'est le rôle de la crise que nous connaissons que de séparer dans ce domaine le bon grain de l'ivraie.

En étudiant attentivement la question, on se rend compte que la crise ne provient pas uniquement des excès du capitalisme. Elle est née d'une réglementation globalement assez mal conçue aux États-Unis, à laquelle se sont mêlés interventions étatiques grossières (la place démesurée prise par Fannie Mae et Freddie Mac), trous dans la réglementation (la capacité d'une partie des établissements de crédit à octroyer des prêts non documentés aux *subprimes*), problèmes de gouvernance (les agences de notation), normes comptables inadaptées à une crise, et politique exagérément expansionniste de la Fed.

Ainsi, tous les débats aux termes vagues sur la « nécessaire reconstruction du capitalisme », sur la finance qui doit « redevenir au service de l'économie », sur la « moralisation du secteur financier », sur « la fin du libéralisme » passent surtout à côté de l'essentiel. Nous avons simplement besoin d'une meilleure réglementation. Il ne faut pas trop réglementer, car trop de règles édictées par les États inhibent l'innovation. Or, dans la finance comme ailleurs, l'innovation constitue le seul moteur du progrès économique à long terme. En revanche, une certaine réglementation est tout de même nécessaire, dans la mesure où le monde financier n'hésite pas à verser dans une euphorie excessive, surtout lorsque la politique monétaire est trop généreuse, comme cela a été le cas aux États-Unis dans la première partie des années 2000. Il est enfin indispensable que les institutions chargées de surveiller la bonne application de la réglementation (les « autorités de surveillance ») fassent correctement leur travail. Les banques d'investissement américaines, en principe surveillées par la SEC, ont pu risquer plusieurs dizaines de fois leurs fonds propres ! En sortant certaines activités risquées de leur bilan, les banques ont pu contourner une partie de la réglementation, les autorités ayant là aussi fermé les yeux...



Et puis, n'oublions pas que le capitalisme résulte d'un « ordre spontané » et non pas « construit ». Ce qui signifie qu'il est impossible de le réformer. Fondamentalement, le capitalisme, c'est le respect de la propriété privée, qui donne lieu à l'échange et à la coordination des comportements par les prix. Bien entendu, les êtres humains ont besoin de règles communes et respectées pour pouvoir agir. La réglementation est donc nécessaire. Mais entre révision de la réglementation et remise en cause d'un système qui a maintes fois fait preuve de sa capacité à créer des richesses et à s'adapter, il y a un monde.

# Risques anciens, risques nouveaux

ANDRÉ LÉVY-LANG

La crise financière qui a éclaté en 2007 est la première crise vraiment globale depuis celle des années suivant 1929. Déclenchée par l'éclatement d'une bulle immobilière aux États-Unis, elle s'est propagée à l'ensemble du système bancaire international puis à l'ensemble des économies. Les crises précédentes étaient restées limitées pour l'essentiel au secteur où elles avaient éclaté : la crise des *savings and loans* américaines en 1989, celle des pays émergents d'Asie en 1997, l'éclatement de la bulle des « dot.coms » en 2001. De ce fait, ces crises ont pu être gérées soit par les seules autorités américaines, soit par le FMI, sans qu'elles aient des conséquences majeures directes pour l'ensemble de l'économie mondiale.

## LA CRISE : UN RÉVÉLATEUR DES RISQUES

Toutes les crises financières sont la conséquence de l'éclatement d'une bulle, et les bulles ont toujours résulté de la conjugaison de deux facteurs : une abondance de crédit, résultant d'une croissance excessive des masses monétaires, et le financement à crédit d'achats spéculatifs, c'est-à-dire d'achats faits dans une perspective de revente et non d'usage ou de consommation. À cet égard au moins, la crise actuelle répète les précédentes : il y a bien eu croissance du crédit durablement excessive, alimentée notamment par les déficits américains, et il y a bien eu achats spéculatifs à crédit, qu'il s'agisse d'achats immobiliers aux États-Unis, en Grande-Bretagne ou en Espagne, ou d'achat d'actifs financiers par les *hedge funds* et les banques. Les risques qui ont conduit à cette crise sont donc pour partie des risques anciens.

La crise révèle cependant un premier risque nouveau, qui en fait la gravité : non pas le développement des innovations financières, souvent citées au premier rang des coupables, mais le décalage entre la globalisation de la finance et sa réglementation. Ce ne sont ni la titrisation, ni les dérivés de crédit, ni les *hedge funds*, ni les fonds de *private equity* – tous les « suspects » habituels – qui sont les risques nouveaux révélés par cette crise, mais le décalage entre leur développement, facilité et accéléré par la globalisation, et la réglementation des activités financières, qui est restée nationale et fragmentaire, notamment aux États-Unis. La réglementation de la finance n'a pas intégré la globalisation de la finance, ce qui a permis la mise en place progressive d'un risque systémique d'un nouveau type : risque transmis par les marchés et pas seulement par les relations interbancaires.

Un deuxième risque a également été révélé : celui de la propagation rapide des chocs dans le système financier mondial, et de leur amplification. Autant les faiblesses de la réglementation seront vraisemblablement corrigées dans les mois à venir, au moins au niveau des États et peut-être au-delà, autant ce deuxième risque est durable, et peut être un des facteurs d'une future crise financière. Et il est plus difficile d'y parer sans perdre les avantages réels de la globalisation financière. Regardons les deux points.

## DES RISQUES EN MUTATION

La réglementation bancaire a été d'abord créée pour protéger les déposants dans chaque pays, de manière à permettre aux banques de faire leur métier de transformation des dépôts en crédits à l'économie. Et leur permettre de réaliser cette transformation, opération par nature risquée, sans risque excessif de défaillance et sans immobiliser trop de fonds propres. Dans ces conditions, la transformation des dépôts permet de financer l'économie à moindre coût. Elle repose sur la confiance du public dans le système bancaire, et cette confiance suppose une réglementation des banques pour assurer notamment leur solvabilité.

C'est surtout à partir des années 1980 que les régulateurs des banques ont été au-delà et se sont préoccupés du risque systémique attaché au développement international du marché interbancaire. Ils ont harmonisé les règles de solvabilité entre banques internationales, avec les exigences de fonds propres résumées par la réglementation dite « Bâle-I ». Une des raisons de cette évolution de la réglementation était le laxisme relatif de la réglementation des banques japonaises, qui leur permettait de sous-tarifier

leurs crédits internationaux. L'objectif de Bâle-I était de fixer des *minima* de fonds propres suivant des règles internationales homogènes pour sécuriser le marché interbancaire. Bâle-I n'a pas empêché la crise des banques japonaises dans les années 1990, mais a contribué, avec les mesures prises par la Banque du Japon, à éviter sa propagation aux banques internationales. Mais la réglementation bancaire de Bâle-I a contribué aussi à faire évoluer les risques : en liant l'exigence de fonds propres au montant des crédits portés au bilan des banques, la réglementation encourageait la titrisation de ces crédits par cession à des investisseurs.

Ce n'est que progressivement que la régulation des banques a pris en compte les risques de marché, souvent en s'inspirant des méthodes et des modèles développés par les banques elles-mêmes pour suivre leurs risques. Quant au suivi réglementaire des risques de marché des banques, il avait nécessairement quelques mois de retard sur l'innovation financière pour la prendre en compte, et pour chiffrer ses risques. Ainsi, l'insuffisance des contrôles de la titrisation a permis les abus qui ont abouti à la crise des créances *subprime*. Ainsi également, l'absence de systèmes centraux de compensation des dérivés de crédit a fait que les risques de contrepartie se sont multipliés au point de créer un risque systémique nouveau comme en témoigne la situation d'AIG.

La réglementation bancaire, depuis Bâle-I, est effectivement coordonnée au niveau mondial. Mais la coordination porte sur la définition de règles prudentielles communes et non sur le contrôle proprement dit, qui reste entièrement au niveau national. Le développement considérable des actifs financiers, par la titrisation et par les dérivés de crédit, s'est fait sans qu'il y ait de structure internationale pour le suivre et percevoir pleinement l'imbrication entre les systèmes bancaires et les marchés. Le risque systémique, auparavant exprimé par les relations entre banques, est devenu un risque de marché à partir du moment où les instruments de marché (dérivés, titres basés sur des actifs bancaires) constituaient une masse supérieure à celle des bilans bancaires, et en partie incluse dans ces bilans.

Les régulateurs bancaires et les banquiers centraux étaient conscients de ce risque, mais pas au point de forcer les plus libéraux d'entre eux à accélérer sa prise en compte. D'autre part, les intérêts de beaucoup d'acteurs financiers, notamment les prêteurs hypothécaires (*mortgage banks*) et les banques d'investissement, s'opposaient à l'évolution de la réglementation. Ce

qui a permis la mise en place des conditions de la crise actuelle : bulle de crédit et absence de transparence de la diffusion des risques dans le système financier mondial.

## LE NOUVEAU RISQUE DE RÉGULATION ET DE RÉGLEMENTATION

Le risque nouveau révélé par la crise actuelle est donc d'abord un risque de régulation et de réglementation, dans un univers financier caractérisé par la globalisation et surtout par l'interpénétration des marchés et des systèmes bancaires. C'est ce risque qui a fait que des innovations financières, bonnes par elles-mêmes, ont pu être utilisées par une partie du système financier pour créer les conditions de la crise.

Ce risque se décline à deux niveaux : celui de chaque entreprise financière et celui du système.

Les banques et les institutions financières qui ont le moins souffert de la crise sont celles qui ont su utiliser les outils mathématiques les plus modernes sans perdre de vue les principes fondamentaux de gestion du risque. Outils modernes : par exemple, les travaux académiques les plus récents portaient, avant la crise, sur les risques de modèle ou sur la question des cas extrêmes dans les distributions de probabilité. Leur pertinence a été démontrée par la crise. Quant aux principes basiques de gestion du risque, il s'agit par exemple de la priorité donnée au risque de liquidité, ou de la prudence consistant à ne pas baser une prise de risque de crédit sur une notation d'agence.

C'est au niveau du système qu'il y a plus de réelle nouveauté dans les risques révélés par la crise, et donc plus de besoin d'intervention pour en éviter la répétition. C'est le cas pour l'excès de recours au gré à gré par opposition aux marchés réglementés, et corrélativement, pour l'absence de système central de compensation pour les nouveaux instruments, notamment les dérivés de crédit. Le développement d'une masse d'opérations de gré à gré, notamment en dérivés de crédit, a eu la double conséquence de l'obscurité sur la répartition des risques, et de l'effet de cumul en cascade des risques de contrepartie.

Les risques nouveaux révélés par la crise appellent donc des actions au niveau de la régulation : régulation nationale là où des lacunes évidentes existent, principalement aux États-Unis ; régulation, ou pour être plus

réaliste, coordination au niveau international, pour avoir plus de transparence et plus de sécurité pour les instruments obligataires et pour les dérivés de crédit.

En conclusion, la crise est nouvelle par son ampleur et son caractère global, plus que par la nouveauté des instruments financiers ou des risques pris par les entreprises financières. L'innovation financière, qui a beaucoup contribué à la croissance mondiale des dix dernières années, n'est pas en cause, mais le retard pris par la régulation pour s'adapter à la nouvelle donne que ces innovations rendaient possible l'est.



## Régulation bancaire : la « discipline de marché » est-elle une illusion ?

FRANÇOIS MEUNIER

On dit la dérégulation coupable d'avoir favorisé la crise financière ouverte à l'été 2007. Or les banques sont restées jusque-là la plus réglementée des industries, et celle dont l'attirail réglementaire n'a cessé de croître. Elles venaient de vivre avec Bâle-II la mise en place d'une réforme profonde, avec un lien amélioré entre leurs besoins de solvabilité et leurs risques. Même l'abandon de Glass-Steagall<sup>1</sup> en 1999, souvent invoqué comme exemple de dérégulation inconsidérée, ne faisait que rapprocher l'industrie financière américaine du modèle qui existait sans véritable controverse en Europe, celui de banque universelle<sup>2</sup>.

Ce qui est vrai, par contre, c'est que la pratique en matière de régulation a évolué. Elle a quitté progressivement l'héritage intellectuel de l'après-crise de 1929 en introduisant la novation d'un recours accru aux marchés financiers pour surveiller le système bancaire, ce qu'on appelle la « discipline de marché ».

On maintient ici que cette évolution pratique et doctrinale est positive. La régulation ne peut être un simple organe extérieur aux marchés, chargée de les freiner en restant coupée des informations qu'ils produisent. Par contre, l'évolution s'est faite de façon irréfléchie, avec un « optimisme de

- 
1. Loi organisant depuis 1933 aux États-Unis la séparation des métiers de banques commerciales et de banques d'investissement.
  2. Au plus fort de la crise, en octobre 2008, ce sont bien les banques commerciales, à la demande de la Réserve fédérale américaine, qui ont été appelées à la rescousse des banques d'investissement de Wall Street.



marché » tout à fait exagéré. Les conditions d'une bonne complémentarité sont très étroites, ce dont les régulateurs n'avaient en majorité pas conscience avant la crise présente. Accessoirement, la mise en œuvre de la régulation, c'est-à-dire la supervision au jour le jour, a été faite avec un soin très variable, correctement en Espagne par exemple, scandaleusement mal aux États-Unis.

## L'ÉVOLUTION DE LA DOCTRINE EN MATIÈRE DE RÉGULATION PRUDENTIELLE

La filiation remonte à la crise financière de 1929, à Bretton Woods en 1944, voire aux bons conseils donnés par Walter Bagehot en 1873 sur la gestion du risque systémique. Dans cette vision, le risque majeur est celui d'une faillite bancaire menaçant par effet domino le système du crédit et des marchés financiers. Greenspan, Bernanke (qui en a fait son sujet d'étude universitaire), et au-delà tous les régulateurs qui ont mis en place les règles de Bâle-I et Bâle-II, restaient sur le souvenir de la désastreuse gestion de la crise de 1929, tant monétaire que prudentielle<sup>1</sup>.

Ce cadre avait assuré en gros les soixante ans de stabilité financière depuis la Seconde Guerre mondiale, avec la progressive modération des cycles économiques qui intriguait tant les économistes. On sait en effet aujourd'hui éviter les paniques bancaires (elles ont été rares lors de la présente crise), avec des instruments maîtrisés : meilleure surveillance individuelle des banques, assurance des dépôts et surtout règle du « prêteur en dernier ressort », par lequel la banque centrale se porte contrepartie sans limite des dépôts des déposants en cas de crise de liquidité<sup>2</sup>.

Mais l'extension extraordinaire depuis vingt ans de la « finance directe », c'est-à-dire d'un financement de l'économie par les marchés plutôt que par le crédit bancaire, changeait la donne. Les banques elles-mêmes se sont

- 
1. Notamment hausse des taux d'intérêt et refus de sauver les banques en situation d'insolvabilité. La Fed avait certes abaissé fortement ses taux suite au choc boursier d'octobre 1929, mais pour les remonter tout aussi fortement dès 1931 par crainte pour le taux de change du dollar.
  2. Sans limite... sauf le cas de petits pays disposant d'un secteur financier important, comme l'a montré l'Islande. La même contrainte s'observait en régime d'étalon-or ou sous le régime de taux de change fixes de Bretton Woods, lorsque les réserves de change de la banque centrale étaient limitées.

mises à utiliser les marchés pour se financer et pour gérer leurs bilans. Les marchés devenant le canal dominant du financement de l'économie, des champs très importants de la finance échappaient à la supervision. Plutôt que de freiner le mouvement, les régulateurs prudents ont préféré en quelque sorte théoriser leur inaction, laissant à la régulation de l'épargne (par exemple l'AMF en France) le soin de surveiller les marchés. Comme on va le voir, l'idée que les marchés eux-mêmes nécessitent une surveillance prudentielle était peu répandue.

## Le rôle dévolu aux marchés

Cette nouvelle approche faisait sienne le postulat que les marchés sont légitimes dans le financement, dans la gestion des risques et dans la supervision des banques. Quatre motifs pour justifier un tel adossement du système bancaire :

- ▶ les marchés sont une source alternative de financement pour les banques et les rendent moins dépendantes des dépôts bancaires ou du refinancement auprès de la banque centrale ;
- ▶ ils permettent une meilleure répartition des risques, en favorisant leur éclatement entre une myriade de porteurs individuels. Ils évitent ainsi des points d'accumulation des risques dans un seul bilan bancaire, avec l'effet domino en cas de faillite<sup>1</sup> ;
- ▶ ils assurent une meilleure mesure du prix des actifs et donc du risque, propre à éclairer les banques dans leurs choix d'investissement et dans leur gestion de bilan. C'est ce qui explique la négligence bienveillante des autorités monétaires américaines face aux nouveaux instruments financiers, dès lors qu'ils disposaient d'une large liquidité sur les marchés. Ils renseignaient un peu plus sur la valeur des actifs financiers. Ceci explique aussi l'idée dominante face aux bulles financières qui

---

1. Andrew Crockett, ancien gouverneur de la Banque des règlements internationaux et un des initiateurs de la réglementation Bâle-II, écrivait en 2003 : « [Grâce aux marchés financiers,] les sources de financement [des banques] sont aujourd'hui multiples, ce qui confère une plus grande capacité de résistance au système dans son ensemble. Lorsqu'un circuit de financement est interrompu, d'autres intermédiaires peuvent se mettre à fonctionner. Je ne sais pas quel est le ratio optimal entre les financements de marchés et les circuits bancaires mais, lorsque le risque est réparti entre d'innombrables détenteurs de fonds au lieu d'être concentré sur quelques intermédiaires financiers, on gagne en robustesse. »

frappaient régulièrement tel ou tel segment des marchés financiers : le marché est mieux informé collectivement que peut l'être le banquier central, disait-on. Comment distinguer un mouvement de fond d'une « exubérance irrationnelle » ?

- ils opèrent une surveillance ou donnent les incitations appropriées aux décideurs bancaires par le jeu de la pression de leurs actionnaires et créanciers. La transparence, c'est-à-dire la bonne information rendue publique, devient alors un élément important de la surveillance.

Il était dit parallèlement que la banque centrale ne perdait rien en efficacité dans sa politique monétaire à voir le financement de l'économie quitter les banques pour passer aux marchés. Ses décisions en matière de taux directeurs gardaient toute leur influence sur la conjoncture. Plutôt que de passer comme traditionnellement par le canal de l'offre de crédit des banques, elles influaient directement les taux d'intérêt sur les marchés financiers<sup>1</sup> et, par ricochet, les conditions d'emprunt du secteur non financier et des banques. En quelque sorte, le « canal des taux » se substituait au « canal du crédit » dans l'action de la banque centrale. On avait donc le meilleur des mondes possibles : des marchés participant à la stabilité financière, et néanmoins une capacité d'action préservée des autorités monétaires. C'est ce qu'on peut appeler le « modèle prudentiel de marché ».

C'est sur ces arguments que la réglementation prudentielle de Bâle-II a explicitement laissé une place à la surveillance des institutions de crédit par les marchés. Au « pilier 1 », qui détermine quantitativement les besoins minimums en capital des banques, et au « pilier 2 », qui explicite la relation de surveillance entre le régulateur et la banque, s'ajoute le « pilier 3 », qui traite précisément de la surveillance par les marchés.

## L'encouragement à la finance directe

Convaincus ou non des vertus de ce modèle, les régulateurs ont par leur action encouragé le mouvement de désintermédiation bancaire. Cela a été la conséquence inattendue des mesures prises en matière de stabilité financière. L'impulsion majeure est venue de la décision d'imposer, dès Bâle-I, des ratios de solvabilité minimum aux banques (le 8 % des fonds propres). Ce faisant, on renchérisait fortement le coût de la finance indirecte (les

1. Elles influent aussi les marchés boursiers, les prix des actifs et les primes de risques. Voir Bernanke-Kuttner (2005).

banques) à l'avantage de la finance directe. Les banques devaient accroître leurs fonds propres dans un contexte où les marchés avaient pour elles une attente de rémunération toujours plus forte. Elles perdaient ainsi en compétitivité face aux marchés. Toutes les parades ont alors été cherchées pour échapper à cette sorte de taxe sur les fonds propres. Le modèle « originer et vendre » s'est progressivement imposé comme issue stratégique dominante. Les banques sont rentrées en force dans les activités de banque d'investissement, à la fois directement en assurant collecte et placement de titres financiers, et indirectement en se déchargeant des crédits réalisés sur les marchés financiers par différentes techniques permises par l'innovation financière, par exemple en cédant leurs risques de crédit par titrisation ou assurance financière. Les institutions non régulées, dont les banques d'investissement aux États-Unis, ont accepté des leviers d'endettement plus forts pour faire apparaître des rendements plus élevés. Toutes ont accepté de se financer plus court – et souvent moins cher dans le contexte de taux courts très bas – pour des engagements de crédit, à commencer dans l'immobilier, plus longs.

Autrement dit, l'effort prudentiel des régulateurs accroissait encore l'importance des marchés et donc revêtait d'un enjeu plus grand le postulat de la discipline des marchés. Pour anticiper sur la suite, la leçon est claire : toute réforme réglementaire qui imposerait des ratios de fonds propres accrus pour les banques en oubliant de traiter de la supervision prudentielle d'ensemble, banques et marchés, serait dangereuse, parce qu'elle ne ferait qu'accroître la subvention donnée aux marchés.

## LES LIMITES DU « MODÈLE PRUDENTIEL DE MARCHÉ »

On en voit plusieurs, qu'il est utile de passer en revue.

### Les marchés connaissent aussi des risques systémiques

Peu d'observateurs s'attendaient en 2007 à un nouveau type de panique bancaire, tout aussi menaçante, sur le marché de gros du refinancement bancaire plutôt que sur les dépôts. À l'origine, un fait quasi anecdotique, la rupture d'un canal de financement sur les prêts immobiliers aux ménages à revenu modestes aux États-Unis (les *subprimes*), mais qui s'est propagé de proche en proche, affectant tous les produits de titrisation, puis les marchés de dette sur établissements bancaires et, assez vite, le marché monétaire lui-même, fait inédit depuis l'après-guerre, alors qu'il était pour

les économistes l'exemple même d'un marché « parfait ». Au final, toute la chaîne de financement, y compris pour certains pays le financement souverain, a été perturbée. Le choc est analogue à une gigantesque panne de réseau électrique.

Si la liquidité s'interrompt sur un segment du marché financier, non seulement les agents privés mais surtout les banques qui dépendent trop fortement de cette source de fonds peuvent subir une baisse brutale de leur capacité à se financer. Comme solvabilité et liquidité sont des notions largement indiscernables dès qu'il s'agit d'une banque, les investisseurs jugent dans l'incertitude qu'une difficulté à se financer témoigne d'un problème de solvabilité. Le même Bagehot disait très bien : « Tout banquier sait que s'il lui faut prouver son crédit, c'est que son crédit est mort. »

La banque Northern Rock avait des actifs relativement sains ; seule la gestion de son passif était très téméraire, reposant largement sur des programmes de titrisation à court terme. Les premiers doutes sur la conjoncture immobilière au Royaume-Uni, dans un climat de suspicion croissante pour les produits de titrisation, l'ont mise à terre. Quand les grandes banques refusent au plus fort de la crise de se prêter entre elles, même à court terme, ce n'est pas toujours par crainte d'un dépôt de bilan de leurs contreparties. C'est que chacune pense que les autres banques vont hésiter aussi à prêter, et ainsi affecter la liquidité de l'emprunteur. Généralisé, ce comportement met à bas tous les marchés financiers.

Il s'agit d'un comportement de panique, nullement irrationnel comme nous le dit la théorie des jeux. Si un feu éclate dans un théâtre bondé, il pourrait être raisonnable pour vous de vous diriger calmement vers la sortie..., sauf si vous êtes le seul à agir ainsi. Dans le doute, autant vous ruer vers la porte. Il manque une autorité pour coordonner les anticipations et établir une ligne de conduite, c'est-à-dire la confiance. La liquidité devient une variable à enjeu systémique, dont ne peut se désintéresser la régulation prudentielle.

Or il n'est pas aisé d'imposer des contraintes de liquidité à une banque, par exemple en exigeant un volant de cash comme sécurité. Si elle reste liquide quel que soit le sort de ses affaires, elle remplit mal son rôle de preneuse de risque. Son bilan doit porter des projets, par définition illiquides qui, s'ils sont gagnants, rendront leur argent aux investisseurs. La banque est là pour faire de la « transformation ». Un coussin de liquidité serait une prime donnée aux établissements disposant d'une base de financement récurrente, telles les banques de dépôts. Certains régulateurs pensent qu'il

doit en aller ainsi, mais c'est renvoyer le risque économique sur les déposants et sur le système des paiements. L'adossement des actifs et des passifs n'est pas une solution à l'échelle d'une économie. À ce niveau, c'est-à-dire si on consolide l'ensemble des agents économiques dans un même bilan, la liquidité des actifs financiers n'est jamais plus grande que la liquidité des actifs économiques sur lesquels ils sont écrits, à savoir bureaux, champs, capital humain, etc. En d'autres termes, la liquidité ne mesure que le degré de confiance qu'on a dans les projets des agents emprunteurs<sup>1</sup>. Les solutions sont donc davantage à prendre en amont, comme on va le voir sur la liquidité individuelle des titres financiers, ou en aval, par le renforcement des mesures curatives en cas de crise<sup>2</sup>.

## Le caractère systémique du risque « épidémique »

Beaucoup ont judicieusement fait l'analogie entre la crise financière présente et les crises apparues dans les domaines de l'alimentaire ou de la santé. La dispersion des risques sur les marchés ne vaut que si les risques ainsi logés dans tous les portefeuilles sont bien acceptés par les investisseurs. Si la défiance frappe subitement l'un quelconque des produits, s'il est jugé « toxique », notamment parce qu'on ne sait plus ce qu'est sa valeur, le rejet menace tous les portefeuilles ou tous les marchés sur lesquels cet actif apparaît. Cela vaut pour l'investisseur dans une banque dont le bilan est susceptible d'être contaminé. On vous dirait à propos d'un risque sanitaire sur la viande : « Ne craignez rien ! Nous avons bien réparti les risques : votre steak haché ne porte pas plus de 0,005 % de

- 
1. Même la construction d'un « ratio de transformation », rapportant par exemple la durée moyenne des engagements bancaires à celle des dettes, est difficile, puisqu'elle doit tenir compte de la récurrence (la « liquidité ») de certaines ressources, par exemple ses dépôts bancaires.
  2. Par tâtonnement, les autorités ont découvert lors de la crise d'autres moyens d'interventions. D'un côté, une approche par l'actif bancaire avec la première mouture du plan Paulson, où les autorités tentent de restaurer la liquidité des marchés en organisant le rachat des actifs incertains. En quelque sorte, l'« acheteur en dernier ressort ». De l'autre, approche par le passif bancaire (plan Brown puis européen) où la puissance publique offre des garanties sur les prêts interbancaires ou bien devient « actionnaire en dernier ressort », en prenant des participations, pérennes ou non, dans le capital des banques. La première approche semble plus apte à restaurer la liquidité des marchés ; la seconde est plus efficace à traiter le plus urgent : sauver la solvabilité bancaire et éviter l'effondrement des marchés du crédit.

vache folle ! » Que feriez-vous sinon flanquer le tout à la poubelle ? Ce risque systémique de nouvelle nature interpelle les régulateurs. On imagine les répliques à disposition : par exemple, pénaliser par une charge spéciale en capital des produits jugés trop complexes ou bien ne passant pas par une chambre de compensation ou un marché organisé. Le juge arbitre serait le régulateur bancaire, souverain à cet égard, et non le marché ni le régulateur des marchés chargé de la protection de l'épargne, tel l'AMF en France. Si la pénalisation tarifaire n'est pas trop forte, un tel mécanisme n'empêche pas l'innovation.

Par ironie, la recette de la dispersion des risques n'a pas pour autant ôté le risque des bilans bancaires. Quand la crise a éclaté, il y a eu tout à la fois fuite effrénée des investisseurs de tous les produits financiers complexes et tempête sur les fonds propres bancaires. Sachant la complexité des produits, des adhérences nouvelles s'étaient créées entre les marchés et les banques, par exemple via la fourniture de lignes de liquidité aux véhicules de titrisation ou par obligation commerciale. Les financements dits « hors bilan » gardaient un plein recours sur le bilan de la banque. On voulait diviser les risques ; on ne faisait que les multiplier. Par conséquent, on ne peut pas dire que la crise présente a « falsifié » le postulat de la diversification par les marchés : les risques sont restés majoritairement dans les bilans bancaires, même s'ils ont eu le temps de polluer les portefeuilles des particuliers. La crise aurait-elle été moins grave si la cession des risques aux agents privés avait été plus complète ? Nul ne le dira, mais il est certain que tant les régulateurs prudents que comptables, aux États-Unis, ont été coupables de traiter en « hors bilan » des risques qui en tout logique collaient toujours aux bilans des banques.

## L'inquiétude liée au sous-investissement dans l'analyse crédit

La finance est surtout une industrie d'information, dont le rôle est de sélectionner et de surveiller les risques de crédit et de marché. Or soyons clairs : le développement financier des deux dernières décennies a correspondu à un sous-investissement criant dans l'infrastructure de mesure des risques individuels et plus encore dans leur surveillance. Le passage à la finance de marché et la facilité avec lequel de nouvelles sources de financement s'ouvraient pour elles ont en réalité permis aux banques de se désinvestir de l'analyse crédit. L'analyse *sell-side*, chargée de vendre au plus vite les titres financiers, ou bien les modèles internes qui calculent statistiquement la bonne diversification d'un portefeuille sont devenus des organes

plus importants que le traditionnel comité de crédit<sup>1</sup>, qu'une équipe de recherche-crédit pour compte propre ou que des équipes de surveillance de la fraude contractuelle, si patente dans le cas des *subprimes*.

Les agences de notation ont occupé la place laissée vide par les banques. Mais leur succès et leur omniprésence (outre les faiblesses patentes de leur modèle) ont très probablement fragilisé le système en justifiant la démission des banques et parfois même des superviseurs.

Quelle en est la conséquence ? À laisser à l'abandon l'outil traditionnel de gestion des risques, à gérer le crédit sur le mode de la délégation, un nouveau risque est apparu, celui de rendre largement illusoire la diversification qu'opère la banque sur les marchés. Chaque établissement bancaire est mieux protégé grâce à un risque mieux réparti ; mais le risque total de l'économie s'accroît. Ce n'est pas en soi une condamnation des marchés. C'est le constat qu'aujourd'hui la chaîne industrielle qui finance l'économie par les marchés n'a pas résolu la question de la bonne sélection et la bonne surveillance des risques, en jargon technique de l'aléa moral et de l'anti-sélection. Cela passe, comme le montre Meunier (2008), par un renforcement considérable des investissements en analyse crédit du côté des investisseurs. La régulation de l'épargne et des investisseurs financiers doit être associée à cette question. Le risque le plus important sur les marchés est bien le risque systémique.

Ce n'est pas non plus une preuve que les marchés doivent s'interdire de financer des risques plus importants. Un « mauvais risque » n'est pas, contrairement à l'opinion courante, un risque à forte probabilité d'occurrence ; c'est un risque mal sélectionné et mal surveillé, ce qui est très différent. C'est ce qui conduit à une mauvaise information de l'investisseur et à un prix inapproprié. Les marchés financiers ont été plus prompts que les banques à financer des risques à défaut important, et cela a rendu un vrai service à l'économie. Comment financer l'innovation, les entreprises à bilan fragile, voire les ménages à revenu fragile sans accepter de prendre des risques plus importants ? Souvent, les banques ont été trop précautionneuses. Les marchés financiers ont montré la voie, mais avec leurs excès, en se reposant excessivement sur l'outil de la diversification et insuffisamment sur la bonne sélection et la bonne surveillance. La régulation doit corriger cela.

---

1. Voir Botín (2008), président de Santander, sur l'importance de ces comités.



## Le caractère élusif de la diversification

Si, de plus, par mimétisme ou similitude des modèles de risque, la diversification est conduite à l'identique dans les grands établissements bancaires, les bilans finissent par se ressembler et être exposés pareillement à des chocs transversaux. C'est un défi supplémentaire pour les superviseurs, parce qu'il remet en cause la sorte de primauté donnée au « pilier 1 » de Bâle-II, celui qui impose des modèles quantitatifs de calcul des risques bancaires (le nombre 1 est symptomatique de ce biais psychologique).

Entendons-nous : la modélisation des risques bancaires est un mouvement incontestablement positif, parce qu'il a obligé les banques à faire un travail de compilation et de mesure de leurs risques. Mais cette quantification, qui tente d'évaluer tout portefeuille, peut créer aussi l'illusion de liquidité, comme le remarquent Burkhardt et Strausz (2006). Elle peut pousser les banques, comme on l'a vu tout au long de la bulle sur les produits de crédit, à prendre davantage de risque, puisque couvertes par la possibilité, ou son illusion, de se défaire du risque sur un marché donnant constamment des prix. La quantification crée l'aléa moral, par lequel on oublie la réalité du risque.

Une critique voudrait que ces modèles quantitatifs de risque soient tout simplement erronés parce que ne prenant pas en compte les caractéristiques extrêmes que peuvent avoir les distributions de probabilité des risques financiers. Une vérité aussi probable est que ces modèles, exacts ou non, ont entraîné par leur généralisation et par leur similitude des effets de panurgisme dangereux. Dans notre monde ultra-informé, l'investisseur qui détecte une opportunité d'achat ou de vente, c'est-à-dire un actif financier trop bien ou trop mal rémunéré par rapport au risque porté, doit savoir que des milliers d'autres intervenants font le même constat au même moment. L'achat ou la vente est alors massive : elle écrase immédiatement l'opportunité détectée et va au-delà, en asséchant la liquidité sur l'actif et en faisant décaler son prix. La faillite du fonds LTCM en 1998, si exacts qu'aient pu être ses modèles de risque, en a constitué un premier avertissement. Ce que résume subtilement Persaud (2008) : « Paradoxalement, l'observation de zones de sécurité dans les modèles de risque crée le risque ; et l'observation du risque crée la sécurité. Les spécialistes de physique quantique noteront un parallèle avec le principe d'incertitude de Heisenberg. » La même circularité est relevée pour la diversification internationale des actifs (voir par exemple Quinn-Voth, 2008). Ici, les flux croissants de capitaux à la recherche d'opportunités d'investissement à

l'international font battre en cadence tous les marchés. La diversification porte en elle-même sa destruction. Enfin, la même interférence est relevée de façon intéressante par Garnier (2008) pour les notations d'agence.

Nul doute que certains en tireront la conclusion extrême, qui avait été celle de White, secrétaire au Trésor américain, et de Keynes quand ils construisaient Bretton Woods, d'en revenir à une segmentation des marchés financiers, par produit, par nature juridique de l'investisseur ou par géographie. Faut-il recloisonner pour éviter l'entrée en résonance des marchés et du cycle de crédit ? C'est à la fois irréaliste et probablement contre-productif si on en revient à un protectionnisme financier, en tout cas pour les grandes économies développées. Comme on va le voir, une utilisation plus large du contrôle de la solvabilité peut tout à fait remplir cet objectif.

## Les interférences entre le marché et le cycle du crédit

Dès l'origine, par exemple Lowe (2002), les critiques ont souligné le risque que le ratio de solvabilité du pilier 1 soit appliqué trop rigoureusement. En cas de retournement conjoncturel, la banque voit ses risques de crédit s'accroître. Si de plus elle utilise des notations de crédit dans ses modèles de risque, les notes se dégraderont avec la conjoncture. Cela engendre un manque de fonds propres, que la banque ne peut compenser que par une réduction de ses encours de crédits ou un appel aux actionnaires au plus mauvais moment. Comme toutes les banques subissent le même choc, l'effet est amplificateur de crise. C'est un trait caractéristique de toute mesure prudentielle quand elle agit par quota sur des agrégats de bilan. Si le coussin de fonds propres est coulé dans le béton, ce n'est plus à proprement parler un coussin. Il contraint brutalement au rationnement l'établissement financier qui le franchit, avec un dangereux effet amplificateur<sup>1</sup>.

Il est vital pour les régulateurs d'introduire des volants amortisseurs. La Banque d'Espagne a rencontré beaucoup d'oppositions des autres banques centrales (et leurs louanges à présent !) quand elle a imposé à ses banques en 2000 la constitution de provisions dynamiques, faites en anticipation

---

1. C'est ce que décrit de façon drôle Goodhart (février 2008). Après un long voyage, votre train s'arrête à sa gare de destination. La gare est vide, il pleut, il fait nuit. Tout heureux, vous voyez un taxi qui attend. Au moment d'ouvrir la porte, le chauffeur vous dit qu'il ne peut pas vous prendre. Et pourquoi ? Le chauffeur répond : « Il y a un arrêté municipal qui nous impose qu'il y ait toujours un taxi libre à la gare. Désolé ! »

du retournement cyclique le jour où il viendrait. De telles provisions ne seraient d'ailleurs pas en contradiction avec l'esprit des normes comptables IFRS si, comme il est fait dans l'activité d'assurance, on peut justifier ces provisions sur la base d'un historique stable statistiquement. Une autre mesure convaincante, proposée par Meunier (2006) ou plus récemment Goodhart et Persaud (2008), consiste à corriger le ratio minimum de solvabilité de Bâle-II en l'accroissant en période de boom et en le réduisant en période de freinage conjoncturel<sup>1</sup>.

## Les bulles : des aberrations de marché

On voit ce qui se passe épisodiquement sur certains marchés d'actif, surtout lorsque la liquidité est grande et que l'accès facile à la dette donne des leviers importants. Les intervenants du marché perçoivent confusément que le prix de l'actif en cause, immobilier, matière première, œuvre d'art..., s'écarte des niveaux « raisonnables ». Pourtant ils continuent à acheter parce qu'il y a plus à gagner de la hausse attendue du cours qu'à perdre à détenir un actif au rendement de plus en plus faible. Une telle trajectoire n'est pas soutenable et la bulle explose au bout d'un temps. Blanchard et Watson (1984) l'exposaient lumineusement.

Il y a tout au mieux des conjectures sur ce qui est à l'origine d'une bulle et sur les moyens de l'éviter. Une information financière rendue publique (*disclosure*) plus souvent est un élément important de sécurité. Mais, soumises au dogme des marchés, les banques centrales ont répugné à surveiller le prix des actifs financiers et se sont contentées de leur rôle de surveillance de l'inflation, c'est-à-dire du prix des biens et services. Leur réponse tenait à l'aléa moral dans la stabilisation du prix. Si leur cours devait être modifié par l'intervention de la banque centrale, le prix ne refléterait plus leur risque intrinsèque. Les investisseurs perdraient la bonne information. De plus, comment distinguer l'aberrant et le fondamental mieux que le marché ? Crever la bulle précipitamment a aussi ses inconvénients, comme le soutient Mishkin (2008). Enfin, surveiller le crédit, ce que fait la BCE mieux que la Fed, est aussi une façon de surveiller le combustible de toute bulle. La réalité, c'est que la supervision

---

1. Il semble que la réglementation à venir des assurances, selon le projet « Solvabilité 2 », dispose également d'une souplesse plus grande, en distinguant un ratio minimum de solvabilité, barrière absolue avant mise en liquidation, et un ratio requis, plus élevé, dont le dépassement à la baisse joue le simple rôle d'alerte.

prudentielle a failli à sa mission de stabilisation. On est surpris de la parcimonie dans l'usage des instruments de politique monétaire par les autorités : au fil du temps, ils se sont réduits à un seul, le taux directeur sur le marché monétaire, un instrument attrape-tout. Elle dispose pourtant d'autres instruments pour contrôler tel ou tel segment de crédit, en imposant par exemple une charge en capital variable selon l'importance du risque exogène perçu, ou en utilisant le vieil outil, mis à tort au rancart, des coefficients de réserve obligatoire. Si le prix de l'immobilier s'emballe, il faut accroître le coût d'accès à la ressource financière qui va à l'immobilier, parce que les marchés financiers ne le font pas. Et tant pis si, ce faisant, on gomme le message qu'il importe d'investir davantage dans la construction de logements à l'échelle du pays. Le monétaire rejoint le prudentiel, à preuve que c'est la banque centrale qui vient au secours du système en cas de crise de liquidité bancaire. C'est un argument fort pour une proximité étroite entre l'autorité prudentielle et l'autorité monétaire, ce que refuse de faire le modèle britannique de supervision, ce que faisaient bien France et Allemagne du temps du franc et du mark, mais ce qui est imparfaitement géré aujourd'hui dans la zone euro, avec une autorité monétaire supranationale, la BCE, ne coïncidant pas avec l'Union européenne et devant cohabiter avec des systèmes prudentiels nationaux.

## La transparence : un objectif prudentiel prioritaire

Adam Smith a dit que la valeur de toute chose « n'est pas déterminée par une quelconque mesure précise, mais par le marchandage et les tractations sur un marché ». Hayek a montré que le marché est un révélateur de valeurs, puisque les agents sont incités à y apporter toute l'information qu'ils détiennent. Mais cela ne vaut que s'il y a les incitations à investir suffisamment dans la production de l'information pertinente. À défaut, le marché ne fait que sonner creux, en répercutant mille fois une information déjà insuffisante.

Le débat présent sur les normes comptables et la juste valeur semble un mauvais procès : il importe que les comptabilités bancaires soient lisibles ; il importe que l'obligation de comptabiliser à la valeur de marché contraigne les banques à savoir mesurer ce qu'elles mettent dans leur bilan. L'obligation de *marquer* au prix de marché les produits financiers est probablement déstabilisant quand la norme est jeune et mal assimilée,

ou en plein milieu d'un tsunami financier<sup>1</sup>. Mais sur la durée, c'est précisément cette obligation de montrer la valeur de son patrimoine qui dissuade la banque d'acquiescer des produits dont elle ne sait ni mesurer ni surveiller la valeur. Il en va de la stabilité à long terme du système.

Par contre, il faut une transparence active, par laquelle la bonne information arrive entre les mains des agents en bonne place pour exercer leur surveillance. À défaut, le contrôle du marché est fictif. Par exemple, la pression des concurrents force souvent les banques à tarifier le risque à un niveau moindre que le voudraient leurs départements de risque. La contrainte de l'accès au financement n'exerce pas non plus de vraie discipline (à la différence des entreprises non financières), puisque les banques gardent toujours l'accès au marché interbancaire. Enfin, les créanciers des banques sont le plus souvent des déposants ou des Sicav monétaires, dispersés et sans véritable capacité de contrôle. On retrouve le rôle traditionnel du superviseur bancaire, qui est de se substituer au créancier défaillant. Mais il serait de bonne politique d'encourager la venue d'acteurs de marché directement intéressés à exercer une bonne surveillance sur la solvabilité. Les produits obligataires subordonnés (mezzanine) jouent ce rôle, puisqu'ils sont les premiers frappés en cas d'insolvabilité de la banque. Ils compensent ce risque accru par des rémunérations beaucoup plus fortes, qui leur donnent les moyens financiers d'un bon contrôle. C'est peut-être le troisième pied dans la gouvernance des banques, placé entre les actionnaires et les créanciers dispersés. Comme le montre Rochet (2004), les régulateurs doivent encourager ce mouvement, notamment en contrôlant leur capacité à figurer au rang des fonds propres bancaires.

## Le « canal du taux d'intérêt » battu en brèche par la mondialisation

Un choc financier tel que la crise ouverte à l'été 2007 n'arrive pas tout seul, par la seule impéritie des banquiers. Penser différemment serait prêter un

---

1. Il existe dans les normes comptables présentes des mesures palliatives. Notamment une bonne, qui consiste à permettre aux préparateurs des comptes de se reposer sur leur opinion documentée (la valeur de modèle) plutôt que la valeur de marché quand celui-ci est défaillant ; une mauvaise qui consiste à permettre aux banques de changer à leur discrétion la catégorie de comptabilisation des actifs financiers. C'est cette mauvaise solution qu'a imposée en novembre 2008 la Commission européenne à l'IASB, l'entité en charge de l'édiction des normes IFRS.

poids à la finance qu'elle ne mérite pas. Certains déséquilibres majeurs tiennent aux reconfigurations profondes que connaît l'économie mondiale avec la montée en force de nouveaux pays, dont la Chine au premier plan.

On sait le jeu complexe, et longtemps stable, entre États-Unis et Chine par lequel le déficit américain est financé pour bonne mesure par la Banque centrale de Chine, sans impact sur la parité du yuan. Les Chinois disaient : « Laissez-nous exporter librement à bas prix vers vos marchés de consommation ! » Les Américains répondaient : « Oui, mais laissez-nous vous payer à crédit, en acceptant des papiers à dos vert en paiement ! » Ce jeu de barbichette planétaire nourrissait la liquidité mondiale<sup>1</sup>. Il signifiait des taux d'intérêt sur le dollar poussés au plus bas. En ce sens, Greenspan avait raison quand il dénonçait le *conundrum* (l'énigme) des taux d'intérêt obligataires toujours bas quoi qu'il fasse sur ses taux directeurs. L'accuser d'avoir favorisé les bulles par sa généreuse politique monétaire manque une partie de l'histoire. Les régulateurs nationaux, même aux États-Unis, sont désarmés face à ce phénomène, qui pourtant frappe d'impuissance leur propre politique monétaire. C'est là qu'une régulation internationale se doit d'intervenir pour fixer des règles du jeu, par exemple en matière de déficit extérieur ou de gestion du taux de change.

## CONCLUSION : UN REGARD LONG SUR LE SYSTÈME FINANCIER

On dit désormais des régulateurs ce qu'on disait des généraux : ils sont toujours en retard d'une guerre. Par force, l'arsenal date technologiquement ; par force, il laisse à découvert une partie nouvelle du front. On peut voir dans la crise financière de 2007-2008 la première grande crise des marchés financiers comme vecteur dominant du financement de l'économie. Au fond, leur maturité viendra le jour où la confiance dans leurs mécanismes sera institutionnellement assurée. C'est par crises successives, par tâtonnements que ces mécanismes seront mis en place. Il est difficile à l'âge du « monde plat » que nous vivons, hyper-informé et mondialisé, de

---

1. Il était de tradition depuis Bretton Woods de juger que le bon stock tampon de réserves se situait à trois mois d'importations, soit de l'ordre de 2 % du PIB pour un pays raisonnablement ouvert. Les émergents asiatiques sont en moyenne à 20 % du PIB. La Chine, avec plus de 2 trillions de dollars de réserves, est à 60 % du PIB.

plaider pour un retour en arrière, sauf à penser qu'il pourrait être le résultat imprévu d'une déflagration comme celle qui a suivi, dix ans après, la crise financière de 1929. Pour prendre une comparaison historique, les mêmes difficultés ont été rencontrées quand se sont mis en place, à compter du XVIII<sup>e</sup> siècle, les systèmes de monnaie fiduciaire, aujourd'hui universellement admis mais dont la France de la Régence a gardé un souvenir cuisant. Une innovation technologique de cette ampleur exige un cadre institutionnel long à trouver. Par contre, il importe de le trouver. Les marchés doivent rester des zones d'efficience raisonnables, sauf à voir remettre en cause l'idée même d'économie de marché.

Cet article figurant dans un ouvrage édité en hommage à Turgot, il est bon de faire référence à un autre exemple de régulation controversée, celle qui régissait le commerce des grains dans la France de Louis XVI. Turgot et les économistes autour de lui avaient conçu et mis en œuvre les solutions simples pour régir ces marchés, passant par le démantèlement pur et simple des réglementations inadaptées à ce commerce stratégique. Gignoux (1945) montre que le passage d'un régime stupidement régulé à un autre de liberté plus grande n'allait nullement de soi, et comment la période intermédiaire aurait dû requérir davantage l'attention du ministre. Pourtant, qui voudrait aujourd'hui revenir au régime oublié du contrôle des grains ?

## RÉFÉRENCES

- BERNANKE B.K., KUTTNER K.N., « *What Explains the Stock Market Reaction to Federal Reserve Policy ?* », *Journal of Finance*, 60, n° 3, juin 2005.
- BLANCHARD O.J., WATSON M.W., « Bulles, anticipations rationnelles et marchés financiers », *Annales de l'Insee*, n° 54, avril-juin 1984, p. 79-100.
- BOTÍN E., « Banking's mission must be to serve its customers », *Financial Times*, 16 octobre 2008.
- BURKHARDT K., STRAUZ R., « The Effect of Fair vs. Book Value Accounting on Banks », 2006, disponible sur Internet.
- GIGNOUX C.-J., *Turgot*, Fayard, 1945.
- GARNIER O., « Du bon usage de la notation financière externe », *Revue Risques et Revue d'économie financière*, n° 73-74, juin 2008, p. 234-237.
- GOODHART Ch., « La gestion du risque de liquidité », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, n° 11, février 2008, p. 41-46.
- GOODHART Ch., PERSAUD A., « A Party Pooper's Guide to Financial Stability », *Financial Times*, juin 2008.

- LOWE Ph., « Credit Risk Measurement and Procyclicality », *BIS Working Papers*, n° 116, septembre 2002.
- MEUNIER F., « Bâle II : une chance pour la politique monétaire ? », *Le Monde*, 17 janvier 2006.
- MEUNIER F., « Crise des marchés de dette ? Caveat emptor ! », *Revue Risques et Revue d'économie financière*, n° 73-74, juin 2008, p. 227-233.
- MISHKIN F.S., « Comment réagir face aux bulles des prix d'actifs ? », *Revue de la stabilité financière*, octobre 2008, p. 73-82.
- PERSAUD A. (2008). « Why Bank Risk Models Failed », *Vox-EU*, avril 4, disponible sur Internet.
- QUINN D.P., Voth H.-J., « Free Flows, Limited Diversification : Explaining the Fall and Rise of Stock Market Correlations, 1890-2001 », *CEPR Discussion Paper*, 7013, 2008.
- ROCHET J.-Ch., « Rebalancing The Three Pillars of Basel-II », Actes de la conférence organisée par Federal Bank of New York, *Economic Policy Review*, septembre 2004, disponible sur Internet.





## Bulle immobilière = destruction de valeur

JEAN-PIERRE PETIT

La grande crise financière de 2007-2008 débouche souvent sur des discours grandiloquents sur l'avenir du capitalisme, suscitant des discussions sans fin, promettant des objectifs vagues ou hors de portée et, surtout, peu en rapport direct avec l'origine de nos difficultés. Leur objet est le plus souvent de donner des contreparties à l'opinion publique qui voit bien qu'une grande part du renflouement du système bancaire va reposer sur le contribuable.

Mais ces discussions font oublier la cause initiale de cette crise : la bulle immobilière des années 2000. On confond ainsi l'origine de cette crise avec ses symptômes. Certes, cette crise n'est pas qu'immobilière et revêt également une dimension bancaire et financière. Elle a été démultipliée par les excès de la titrisation de masse et de la structuration de crédit, les défaillances des agences de rating ou des autorités de régulation. Mais l'origine de la crise fut bien la convention des années 2000 à laquelle ont participé... les ménages, même si leur responsabilité – celle de s'enrichir en devenant propriétaire de leur résidence – n'est pas première (voir ci-après). Tout phénomène de bulle comme tout phénomène inflationniste ne trouve ses limites que dans son acceptation par le corps social. L'illusion patrimoniale a ainsi permis de mieux endurer la stagnation des salaires réels (le revenu médian réel a baissé aux États-Unis durant les années 2000), de calmer provisoirement des angoisses collectives comme le financement futur de la retraite et de « fabriquer » à crédit de la fausse croissance.

## LES CONSÉQUENCES DE L'ÉCLATEMENT DE LA BULLE IMMOBILIÈRE

La triple dimension – immobilière, bancaire et financière – était déjà en place lors de la crise de la fin des années 1980 et du début des années 1990, qui a frappé la plupart des pays riches et dont le Japon ne s'est jamais véritablement remis. Le FMI et de nombreux organismes avaient pourtant mis l'accent sur une « loi » historique, en montrant clairement que l'impact macro-économique récessif de l'éclatement d'une bulle immobilière est deux fois plus important et deux fois plus long que pour une bulle financière « classique ». Les systèmes bancaires nordiques et japonais étaient en quasi-faillite au début des années 1990, sans que la titrisation de masse et la structuration de crédit aient joué un rôle essentiel.

Aujourd'hui, ce qui condamne toute sortie de crise à court terme est l'inévitable croissance des défauts des ménages américains sur leur dette hypothécaire qui va à nouveau peser sur les bilans des banques. À moyen terme, le surplomb de dette des ménages et des banques (qui a servi à accumuler les crédits à l'immobilier) pèsera sur les perspectives de croissance des États-Unis et de l'Europe. La survalorisation de l'immobilier n'a en effet été rendue possible que par une explosion de la dette dont la valeur nominale ne bougera pas, alors que celle des actifs immobiliers baisse et continuera de baisser. À cela s'ajoutera le surcroît de dette publique nécessaire pour renflouer les systèmes financiers.

Il est même probable que la bulle immobilière ait, de plus, dégradé substantiellement la croissance potentielle américaine et européenne.

Une bulle immobilière détourne les ressources financières des investissements nécessaires à l'innovation et la croissance future. À l'inverse d'une bulle boursière, une bulle immobilière n'a jamais renforcé la productivité d'un pays, au contraire. Elle aboutit à la survalorisation d'un actif existant et à un surinvestissement dans un secteur abrité de la concurrence internationale.

En maintenant artificiellement la demande domestique, elle tend à creuser les déficits extérieurs comme on l'a vu ces dernières années dans tous les pays à bulle immobilière : Espagne, Royaume-Uni, France, États-Unis... Elle se fait finalement au détriment de la compétitivité à terme. Assises sur la dette, les bulles immobilières sont aussi à l'origine de la forte croissance des inégalités intergénérationnelles. Ce n'est qu'un transfert inter-temporel de richesse entre les juniors, primo-accédants, et les seniors, en particulier ceux qui partent à la retraite et qui vendent leur bien, au détriment des

plus jeunes. Il est aussi probable que la solidarité familiale ait entretenu la hausse des prix. Mais on sait que cette solidarité est fortement inégalitaire. L'inflation immobilière n'est socialement agréable que pour les propriétaires puisqu'elle crée un sentiment (au moins virtuel) d'enrichissement. Cette approche patrimoniale correspond bien aux sociétés vieillissantes (où la concentration des patrimoines est proportionnelle à l'âge) et à l'affaiblissement des solidarités collectives que la dégradation des finances publiques ne peut qu'entretenir. Mais il ne s'agit que d'un arbitrage social qui se fait entre, d'un côté, les jeunes, les salariés et les primo-accédants, grands perdants « euthanasiés » de l'inflation immobilière et, d'un autre côté, les actifs mûrs/rentiers/héritiers (grands gagnants).

### LA BULLE IMMOBILIÈRE : SUBIE OU VOULUE ?

L'indifférence politique à l'égard de la bulle immobilière et même son encouragement constitue finalement des choix en faveur de l'économie du passé et de l'immobilisme. Une bulle immobilière est donc une prime en faveur des situations acquises et de l'héritage. C'est une taxe sur l'innovation, l'intégration et l'égalité des chances.

C'est donc un choix profondément régressif. Mais c'est un choix qui est né de l'alliance incestueuse entre les banques, banques centrales, États et professionnels de l'immobilier qui ont procédé à une financiarisation sans précédent du logement.

Cette financiarisation a constitué un phénomène mondial et a été avant tout « voulue » : elle a pu compenser les effets dépressifs du « carnage boursier » de 2000-2002 sur les patrimoines individuels et de manière plus générale sur la conjoncture. S'appuyant sur l'effet richesse, le dynamisme des dépenses d'équipement du foyer, la hausse de la dette et le dynamisme propre du secteur immobilier, la demande interne s'est maintenue à un haut niveau, même si l'emploi et les revenus n'ont pas suivi. Comme toutes les bulles d'actifs, celle-ci a été favorisée par une bulle du crédit. La Réserve fédérale, puis les autres banques centrales occidentales et, enfin, les banques centrales émergentes, ont inondé le monde de liquidités qui ont favorisé la baisse massive des taux depuis le début des années 2000.

Lorsque la hausse des prix à la consommation s'approche des 3 %, la plupart des banques centrales occidentales resserrent les conditions monétaires ou menacent de le faire. Lorsque la hausse des prix immobiliers approche les 10, 15, voire 20 %, comme ce fut le cas dans les années

récentes, les banques centrales ne disent rien. L'astuce consiste à ne pas intégrer correctement les prix des logements dans les indices de prix à la consommation alors qu'il s'agit, pour l'essentiel, d'un prix représentatif d'un service de logement. Or le logement est probablement un domaine où une inflation tendancielle faible et stable est optimale pour les ménages dans le long terme. Les banques centrales ne nous disent pas clairement pourquoi une inflation traditionnelle à 3 % est intolérable alors qu'une inflation immobilière à 10 ou 20 % ne l'est pas. Leur faillite est donc ici complète.

Il faut dire, à la décharge des banques centrales, que l'État a tout fait dans les années récentes pour favoriser la bulle immobilière. Aux États-Unis, cette bulle immobilière n'aurait jamais été possible sans la garantie (implicite dans un premier temps) de l'État aux principaux organismes de refinancement hypothécaire, Fannie Mae et Freddie Mac. Après le retournement du marché immobilier, la « supercherie » s'est dévoilée de façon éclatante : il a fallu nationaliser (aux frais du contribuable) ces deux organismes. Dans un pays comme la France, où pourtant le traitement fiscal de l'immobilier était déjà favorable, l'État a décidé de multiplier les programmes de défiscalisation en faveur de l'investissement locatif, étendu les prêts à taux zéro, réduit les droits de donation/succession... Au-delà, les incantations politiques en faveur de la « société de propriétaires » ont aussi clairement joué un rôle pro-cyclique.

Tous les professionnels de la chaîne de l'intermédiation immobilière ne figurent étrangement pas au banc des accusés. Une hausse à deux chiffres des prix immobiliers pendant plusieurs années ne les a jamais étonnés. La démographie, l'immigration, l'insuffisance de l'offre... tout ou presque aura été avancé pour justifier la hausse vertigineuse de leur chiffre d'affaires.

Les banques, pour des raisons techniques, commerciales et prudentielles, ont accentué le processus, même au détriment de leurs marges : allongement de la maturité des prêts, baisse des exigences d'apport personnel, développement des contrats à taux variable. Elles ont aussi participé à la pro-cyclicité du secteur. La valorisation des actifs immobiliers détenus par les ménages a contribué de son côté à améliorer la solvabilité des emprunteurs, encourageant dès lors un recours accru à l'emprunt. Ainsi, il y a eu un double processus : d'une part, la croissance des financements reflète passivement les évolutions des prix ; d'autre part, elle contribue à alimenter la dynamique immobilière.

Le mimétisme autoréférentiel des ménages a fait le reste. Heureux de prendre la vague, les primo-accédants ont confondu l'amélioration de leurs conditions de logement et le fait de devenir propriétaire. Aujourd'hui, des millions de ménages s'aperçoivent qu'ils sont surtout propriétaires... de leur dette.

## DE LA NÉCESSITÉ DE LUTTER CONTRE LES BULLES IMMOBILIÈRES

Avant de s'attaquer aux *hedge funds*, aux agences de notation ou à la titrisation, la volonté de prohiber les bulles immobilières devrait constituer un objectif public prioritaire, ce qui impliquerait notamment que les banques centrales intègrent les prix immobiliers résidentiels dans leurs objectifs. Il serait aussi bon d'explorer la possibilité de recourir à des réserves obligatoires sur les crédits immobiliers. Cela constituerait une action contracyclique spontanée (l'équivalent du provisionnement dynamique) sans modifier la politique de taux elle-même. L'affectation de la politique de taux sur cet objectif a en effet l'inconvénient d'avoir des conséquences potentielles non désirables sur le taux de change, sur l'investissement des entreprises et/ou sur les autres actifs.

La régulation prudentielle devrait aussi limiter les pratiques bancaires excessives. Il faudrait également limiter les politiques fiscales pro-cycliques et mettre en place une politique publique du logement qui ne se limite pas à l'objectif (non optimal) d'accession tous azimuts à la propriété.

Depuis cinq ans, la demande des ménages aux États-Unis et en Europe (sauf en Allemagne) a été artificiellement gonflée par la bulle immobilière. Cette bulle immobilière, née des choix d'une génération égocentrique et rentière, nous aura donc considérablement fait perdre du temps.

Au cours des années 2000 (2001-2009 en reprenant les prévisions du FMI pour 2009), la croissance des États-Unis n'aura été que de 1,8 % contre 3,3 % pour la décennie précédente (1991-2000). En zone euro, elle n'aura été que de 1,3 contre 2 %. Pendant ce temps, celle des pays émergents sera passée de 3,5 à 5,7 %. La décennie 2000 aura donc été une décennie perdue pour l'Amérique et pour l'Europe occidentale (Allemagne exceptée) et la bulle immobilière y aura pour beaucoup contribué.

Souhaitons que les bases de la croissance dans ces pays au cours de la prochaine décennie s'appuient plus sur la recherche-développement, la compétitivité de l'offre et la rénovation des infrastructures. Souhaitons donc qu'elles privilégient l'innovation et non plus l'exploitation d'une rente.



# Reconstruire la gouvernance financière mondiale

OLIVIER PASTRÉ

Soyons lucides. Contrairement à ce que disent certains, la faillite de Lehman Brothers n'y a rien changé : nous sommes, depuis l'été 2007, au cœur d'une crise, qui n'a rien à voir avec la crise de 1929<sup>1</sup>, mais dont l'ampleur pourrait être de même nature. Il faut donc réagir et redéfinir au plus vite les normes d'une nouvelle gouvernance mondiale.

À ce stade de la crise, les banques centrales ont plutôt bien réagi face à la tempête financière. Elles n'ont pas hésité à injecter de la liquidité quand les banques se trouvaient prises à la gorge sur le marché monétaire. Même la BCE, que l'on croyait psychorigide, a, depuis 2007, fourni aux banques tous les « ballons d'oxygène » nécessaires. Les banques centrales sont même parvenues, une fois n'est pas coutume, à se coordonner.

Ce sang-froid doit être salué. Mais ce sang-froid ne doit pas faire oublier que si les banques centrales peuvent aujourd'hui recevoir l'absolution, c'est parce qu'elles ont beaucoup péché hier. En ouvrant presque automatiquement et de manière indifférenciée les vannes du crédit lors des crises précédentes – le célèbre *Greenspan put* –, elles ont joué un rôle que les économistes qualifient de « pro-cyclique » – c'est-à-dire qui amplifie les cycles naturels de la croissance économique – et elles ont fourni le carburant monétaire aux crises suivantes. Il n'est plus question, aujourd'hui, de

---

1. PASTRÉ O., SYLVESTRE J.-M., *Le Roman vrai de la crise financière*, Perrin, 2008.



réitérer les erreurs du passé. Car, compte tenu de l'ampleur de la crise actuelle, nous n'en avons plus les moyens. Les banques centrales doivent donc réagir.

## LA NÉCESSAIRE RÉFORME

### DES MODES D'INTERVENTION DES BANQUES CENTRALES

Elles doivent d'abord, pour mesurer les risques inflationnistes, cesser de focaliser leur attention sur les seuls prix à la consommation. Les prix des actifs (mobiliers et immobiliers) doivent aussi être surveillés. Ces actifs sont, en effet, à l'origine d'« effets-richesse » (plus mon patrimoine se valorise, plus, dans l'absolu, je suis incité à consommer) dont l'importance vient d'être, une fois de plus, démontrée. Surveiller l'inflation, pour mieux la juguler, certes ; mais il faut la surveiller sous toutes ses facettes. Et, pour certains, la valeur de leur patrimoine compte au moins autant que la valeur de leur revenu. À l'avenir, les banques centrales devraient aussi se montrer plus restrictives. On ne peut pas voguer de crise en crise. On ne peut pas, comme l'a fait Greenspan, répondre, presque automatiquement, à toute défaillance du système par une injection massive de liquidité. Une fois le premier mouvement de panique enrayé, il faut reprendre son calme et mesurer les conséquences de ses actes. À quoi conduirait une injection supplémentaire de liquidité aujourd'hui ? À relancer l'investissement ? Sûrement pas. À renforcer les fonds propres des entreprises ? Que nenni. À maîtriser l'inflation ? Encore moins. Cela conduirait, très vraisemblablement, à recréer les conditions, sur tel ou tel « nouveau marché », d'une nouvelle envolée des prix. En passant, en plus, aujourd'hui, par la case « inflation ». Messieurs les gouverneurs, il est temps d'apprendre la vertu de la tempérance et de revisiter, sous cet éclairage, les bons vieux concepts, comme ceux de réserves obligatoires ou de coefficients de capital qui permettent, mieux que tous autres, de doser la capacité des banques à faire n'importe quoi.

Enfin, les banques centrales devraient être aussi plus sélectives. Leurs interventions sont trop globales, trop indifférenciées. La machine à créer de la liquidité est, aujourd'hui, à la portée de tout un chacun. Sans discernement. Il y en a pour tout le monde. À l'aveugle. Cela ne peut pas durer. Pour deux raisons au moins. D'abord parce que l'incompétence, l'inconséquence, l'irresponsabilité et, pire, le cynisme doivent être réprimés. On ne peut pas indéfiniment absoudre ceux par qui le mal a été fait. Mais, plus généralement, parce que, malgré mon scepticisme vis-à-vis de la régulation

économique actuelle, je crois, fondamentalement, à l'efficacité potentielle de la politique monétaire. Il existait, au cours des Trente Glorieuses, des instruments permettant de graduer l'impact de la politique monétaire sur tel ou tel secteur d'activité. L'économie de marché a, désormais, démontré sa supériorité sur toute autre forme d'organisation économique connue à ce jour. Ne serait-il pas temps d'introduire un peu de subtilité et de sélectivité dans ce mode de régulation ?

Tels pourraient être les « points cardinaux » à venir de la boussole des banques centrales. Mais sachons reconnaître que celles-ci ne sont pas toutes égales face au jugement de Dieu et des hommes. Reste ainsi le cas particulier de la Banque centrale européenne. Les quatre règles que nous venons d'énoncer s'appliquent, bien sûr, aussi à elle. Mais elle souffre d'un handicap de départ, dont il faut tenir compte. Comme les cabinets d'audit et les banques d'affaires en plein cœur du scandale Enron, elle est soumise à un grave dilemme, pudiquement désigné sous le vocable de « conflits d'intérêt ». Elle doit, en effet, injecter des liquidités, pour ne pas désespérer le Billancourt bancaire, d'une part, et enrayer l'irrépressible montée de l'euro et lutter contre l'inflation, sa mission première, d'autre part. Cela revient à injecter le venin et à soigner le malade en même temps.

Face à ce conflit d'objectifs, la seule solution passe par la modification des statuts de la BCE afin d'intégrer au cœur de la politique de celle-ci la croissance européenne. Ceci prendra du temps et nécessitera de vaincre de nombreuses réticences. Mais l'Europe, si elle veut éviter la récession, a le choix entre cette solution et... cette solution. Cela réduit considérablement le spectre des hésitations.

Mais réformer les modalités d'intervention des banques centrales ne suffit pas. Car la politique monétaire ne peut pas tout. Pour lutter contre une crise de liquidité, les banques centrales disposent de moyens, pour peu qu'elles veuillent s'en servir. Mais pour lutter contre une véritable crise de solvabilité, c'est une autre affaire. La question d'une relance budgétaire à l'échelle mondiale se retrouve, dès lors, posée. Depuis quelques mois, les plans Marshall sont, à nouveau, à la mode en France (même pour les banlieues...). À l'échelle planétaire, cela paraît plus contestable. D'abord parce qu'il faut financer un tel plan. Et, ensuite, parce que ce qui semble possible pour les pays émergents, compte tenu de leurs réserves de change et de leur retard en matière d'infrastructures, risque de conduire dans les pays développés à plus de déficit public et plus de déficit commercial. Il faut

donc y réfléchir à deux fois avant de s'engouffrer dans cette voie. La question n'en reste pas moins posée ce qui constitue, à ce stade, une incontestable nouveauté.

## LES RÉFORMES PRIORITAIRES DE L'ENSEMBLE DE LA PLANÈTE FINANCE

Mais en attendant de statuer sur ce point, il reste, à très court terme, de multiples réformes à accomplir qui ne souffrent aucune hésitation et aucun délai. C'est l'ensemble de la planète financière qu'il faut ainsi réformer. Rien de moins. Il est, dans ce domaine, quatre priorités absolues. La première consiste en la réouverture de certains chantiers de réformes clos trop rapidement. Cela concerne, en premier lieu, en la réfaction progressive de certains marchés financiers de « gré à gré » (qui mettent face à face un seul vendeur et un seul acheteur), comme les marchés d'options ou de « futures » – sur lesquels opérait Jérôme Kerviel et, avant lui, Nick Leeson –, au profit des marchés « organisés », comme NYSE-Euronext en matière boursière. Les marchés centralisés offrent, en effet, la garantie d'une meilleure centralisation de l'information et donc d'une plus grande transparence. Dans le même ordre d'idées, la normalisation des produits de titrisation faciliterait grandement le contrôle de ceux-ci. Enfin, toujours dans le même registre, l'introduction de « grains de sable » dans la mécanique parfois trop bien huilée de la mondialisation financière, en permettant d'amortir les à-coups trop brutaux, irait, elle aussi, dans le sens d'une plus grande efficacité, et mérite donc réflexion. Il n'est pas question de revenir sur la taxe Tobin, qui, mal défendue, s'est discréditée d'elle-même. Mais l'objectif de réduction des « emballées » financières reste, lui, parfaitement d'actualité. Et, dans ce domaine, la généralisation de ratios de capital liés au risque pris par l'ensemble des agents financiers (et pas seulement les banques) semble une piste qu'il est indispensable d'explorer.

Deuxième piste de réforme, la mise en place rapide d'une supervision bancaire européenne. Cette réforme, pourtant simple sur le principe, s'est toujours heurtée à des « querelles de clocher » entre régulateurs nationaux au sein de l'Europe des Quinze et, *a fortiori*, des Vingt-Sept. Face à l'ampleur de la crise actuelle, il est temps de mettre un terme à ces « guéguerres » d'un autre âge. Si l'on ne veut pas que les errements de certaines banques puissent passer au travers des mailles des filets des régulateurs européens, il faut se doter d'une instance supranationale, quitte à le

faire progressivement et en laissant aux instances nationales un droit de première alerte limité dans le temps. Cette réforme peut paraître technique, voire technocratique. Elle n'en est pas moins essentielle si l'on veut que les « vaches – bancaires européennes – soient bien gardées ». Et, pour qu'elles soient bien gardées, peut-être faut-il aussi les inciter à garder un peu de risque dans leurs bilans ? Qui sait.

Plus généralement, il faut que les autorités de régulation de l'activité bancaire renoncent à lâcher la proie pour l'ombre. Au lieu de se focaliser sur les seuls fonds propres des banques (qui ne sont qu'un résultat), elles doivent donner une priorité absolue aux causes des faillites bancaires, c'est-à-dire aux risques. Afin d'éviter ainsi que les opérateurs les plus réglementés soient, par mystique de formalisme..., les moins régulés. Et ceci en renforçant la coopération internationale entre superviseurs afin d'éviter qu'aux « paradis fiscaux » s'ajoutent des « paradis prudentiels ».

À l'étage au-dessus, troisième piste de réforme, il faut savoir reconnaître que le G7 ne sert plus à rien aujourd'hui. D'abord parce qu'il n'intègre pas les pays émergents, qui doivent impérativement participer de manière active à la nouvelle régulation financière mondiale, dont ils constituent un maillon clé. Et, ensuite, parce qu'il n'est plus – cela étant, en partie, lié à ceci – capable que de délivrer de l'« eau tiède » en matière de régulation, comme en témoigne avec éclat la dernière réunion à Washington, le 9 octobre 2008.

Toujours au même étage, une réforme du FMI s'impose d'elle-même. La gouvernance et les missions de ce « gendarme financier de la planète » doivent être révisées de fond en comble. En matière de gouvernance, est-il encore acceptable que les BRIC, qui représentent aujourd'hui 14 % du PIB mondial et 42 % de la population de la planète, soient marginalisés sur un strapontin dans les instances de décision de cet organisme ? Je ne le pense pas. Quant aux missions, il est clair que l'aide aux pays endettés, mission initiale du FMI, ne concerne aujourd'hui que... la France et les États-Unis ! À cette mission doit donc se substituer celle de la coordination des politiques monétaires (voire budgétaires). Compte tenu des disparités de points de vue entre pays sur ce thème, la tâche incontournable qui attend Dominique Strauss-Kahn, nouveau patron du FMI, n'est pas des plus faciles.

Enfin, encore à l'étage au-dessus, quatrième piste de réforme, les normes comptables et prudentielles doivent être revisitées à la lumière de la crise actuelle. Les normes IFRS et Bâle-II jouent, toutes deux, avec la notation,

un rôle pro-cyclique d'accentuation (et non de lissage comme elles le devraient) des à-coups économiques. « [Ces normes] portent en germe l'instabilité des bilans, voire des dangers systémiques », déclarait récemment Claude Bébéar, ancien patron d'Axa et fervent défenseur de l'économie de marché. Dans le cas des normes comptables (IFRS), qui s'appliquent aux sept mille entreprises européennes cotées, on en arrive à une situation où les dirigeants d'entreprise parlent de résultats « virtuels » et où, dans certains cas, la dégradation de la note financière d'une entreprise se traduit mécaniquement, pour elle, par un profit. Quant aux normes prudentielles (Bâle-II), celles-ci offrent une prime aux crédits *subprime* et pénalisent le capital risque. On marche sur la tête. Il n'est, bien évidemment, pas question de remettre en cause le principe même de ces normes qui sont, globalement, saines. Mais simplement d'accepter les leçons que nous donne la réalité économique. En économie de marché, le pragmatisme n'a jamais nui. Encore faut-il le reconnaître.

Nous avons, aujourd'hui, une occasion historique de réformer la gouvernance mondiale et de remettre « sur les rails » l'économie de marché. Il est de notre responsabilité de ne pas manquer cette occasion. « *Yes we can* »...

## De la nécessité de l'évolution des normes comptables

JEAN-LUC DECORNOY

C'est l'ensemble de l'économie qui est frappé par la crise financière.

Du fait de leur activité, les sociétés d'assurances ainsi que les établissements financiers ou de crédit sont certes plus particulièrement affectés par la forte volatilité des marchés conjuguée à la crise de liquidité et qui caractérisent la crise financière. Mais les entreprises industrielles et commerciales sont également exposées notamment lorsqu'elles détiennent des instruments financiers ou lorsqu'elles sont à la recherche de sources de financement. Toutes sont exposées au risque de défaut de paiement de la part d'entreprises clientes fragilisées par la contraction et le renchérissement des crédits.

Les récentes réunions du G20 ont été le théâtre de discussions dont la portée va bien au-delà que de « seulement » revoir la conception du système financier international et celle de ses dispositifs de régulation : on a parlé de modifier les politiques monétaires afin de permettre l'injection de liquidités pour fluidifier l'économie, de stimuler la consommation, de réaliser davantage de dépenses publiques, de s'engager à résister à la tentation protectionniste. Chacun s'est mis au diapason.

Fait nouveau : on parle de normes comptables. La diligence avec laquelle les normalisateurs américains et internationaux ont réagi à la crise, et le fait même qu'ils réagissent, apportent l'ultime preuve que la comptabilité n'est plus une simple mesure technique des transactions passées, mais qu'elle est

devenue un véritable enjeu de politique économique internationale, notamment du fait de sa fonction d'appréciation de la valeur des entreprises et de la richesse économique des nations.

La réunion au niveau mondial des sphères politique, financière, réglementaire et économique peut être qualifiée d'historique, et laisse mesurer l'importance des enjeux dont nous sommes en présence.

On assiste à un vaste débat sur l'éventuelle part de responsabilité des normes comptables internationales dans la survenance ou l'accroissement de l'ampleur de la crise. Pour répondre à la question de savoir s'il est nécessaire de les faire évoluer et si oui dans quelle mesure, il convient de s'interroger sur le rôle qu'elles jouent dans l'absolu ainsi que sur celui qu'elles sont susceptibles de jouer en période de crise.

## LES NORMES COMPTABLES

En Europe, le règlement CE 1606/2002 de l'Union européenne impose depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2005 à toutes les sociétés cotées publiant des comptes consolidés d'établir des états financiers préparés selon les IAS/IFRS (*International Accounting Standards* devenus *International Financial Reporting Standards*). L'objectif poursuivi est d'assurer la comparabilité et la pertinence des comptes des entreprises afin de favoriser l'intégration, l'attractivité et la transparence des marchés financiers européens. Il s'agit également de faciliter, au sein de l'Europe, la circulation des valeurs mobilières, les fusions et acquisitions ainsi que les opérations de financement.

De ce point de vue, on a du mal à imaginer que les normes comptables, en tant que corpus froid de règles, puissent avoir une part de responsabilité dans la crise financière tant les principes ci-dessus apparaissent d'une pertinence universelle. Pourtant, la crise financière a provoqué la mise en cause des normes comptables, et en particulier soulevé les effets potentiellement néfastes du principe de valorisation d'actifs et de passifs fondé sur la « juste valeur » (*fair value* ou *mark to market*) en période de crise.

En effet, le débat sur la nécessité de l'évolution des normes comptables est indissociable de celui sur la pertinence de la *fair value*, principe introduit en Europe par les IFRS. Ce dernier n'est pas né avec la crise récente. Dès 2003, de grands groupes du CAC 40 manifestent leur préoccupation à

l'égard des IFRS. Les sociétés d'assurances ainsi que les établissements financiers ou de crédit s'inquiètent de la dépendance potentiellement excessive du niveau de leurs produits et de leur solvabilité vis-à-vis d'événements exogènes. En 2004, le président de la République française attirait l'attention du président de la Commission européenne sur le fait que certaines normes comptables « risquaient de conduire à une financiarisation accrue de notre économie et à des méthodes de direction des entreprises privilégiant trop le court terme ».

Avant l'application des IFRS, une entreprise qui possédait un actif enregistré cet actif dans son bilan à sa valeur historique (coût d'achat). En cas de situation défavorable de la valeur de cet actif, elle pouvait attendre un rebond des marchés ou un retour à meilleure fortune, et différer d'autant la comptabilisation d'une dépréciation ou la vente de l'actif (et par là même la constatation de l'éventuelle perte). La juste valeur, elle, est le montant pour lequel un actif pourrait être échangé (ou un passif éteint) entre parties bien informées, consentantes, et agissant dans des conditions de concurrence normale. Avec la « juste valeur », les actifs et les passifs sont instantanément valorisés à leur prix de marché à la date de la clôture des comptes, et non plus au coût d'acquisition. Cet ajustement de valeur joue tout aussi bien à la hausse qu'à la baisse. En fonction des données disponibles, il est fondé sur la prise en compte :

- ▶ de prix cotés sur un marché actif pour des instruments identiques ;
- ▶ soit, à défaut, sur des prix cotés sur un marché actif pour des instruments similaires, ou en utilisant des modèles dont les principaux éléments (*inputs*) correspondent à des données observables sur le marché ;
- ▶ soit, à défaut, à partir de modèles dont les principaux *inputs* ne sont pas issus de données observables sur le marché.

En période de conjoncture défavorable impactant la valeur de marché des actifs et ou passifs, les entreprises doivent donc immédiatement déprécier ces actifs ou augmenter la valeur des passifs, et ainsi constater les pertes comptables correspondantes.

## PRINCIPALES THÈSES EN FAVEUR DE LA *FAIR VALUE*

Les principales thèses favorables à la *fair value* s'appuient tout d'abord sur les critiques soulevées à l'égard de la valorisation au coût historique, à laquelle elle est souvent opposée.



## Une vision plus complète du patrimoine de l'entreprise

Le coût historique ne varie pas en fonction du comportement et des intentions des acteurs de quelque marché que ce soit. Le coût historique n'a nul besoin d'être assorti d'explications : il est quasi absolu. Mais il ignore la notion de valeur économique.

On dira que l'information au coût historique, dont la détermination est dans la plupart des cas plus fiable et objective que celle de la juste valeur, n'est souvent pas suffisamment pertinente. Plus généralement, les IFRS ne reconnaissent pas le principe de prudence, à la différence des principes comptables français. En effet, le principe de prudence requiert notamment de comptabiliser les moins-values latentes, mais pas les plus-values latentes, ce qui là encore gêne la vision économique. La juste valeur permet une meilleure approximation de la réalité économique des marchés lors de chaque arrêté comptable, du moins du point de vue des investisseurs. De plus, les IFRS conduisent à comptabiliser des éléments dont certains se demandent pourquoi ils ne l'étaient pas auparavant ou, le cas échéant, étaient seulement mentionnés en tant qu'engagements hors bilan comme les engagements de crédit-bail, les résultats de certaines filiales non consolidées précédemment, ou encore les engagements de retraite. Enfin, les IFRS ont permis d'aplanir les différences entre principes comptables nationaux, et, ainsi, favorisent la comparabilité des comptes des entreprises au niveau européen.

## La modernité

La financiarisation et la globalisation des transactions, des marchés et des économies intervenues lors des deux dernières décennies ont donné naissance à un ensemble de produits, comme les produits dérivés, pour lesquels l'évaluation au coût historique est d'une pertinence relative. Pour de tels instruments, la juste valeur se révèle être la méthode la mieux à même de conduire à une évaluation satisfaisante. En outre, les progrès techniques en matière de systèmes d'information et de communications ainsi que la dématérialisation ont accéléré la vitesse des transactions et des échanges.

Dans ce contexte, la pertinence de la *fair value* apparaît indiscutable. Cependant, les arguments qui en soulignent les limites sont également nombreux.

## PRINCIPAUX ARGUMENTS OPPOSÉS À LA FAIR VALUE

Les principales limites de la juste valeur peuvent être regroupées en six grandes catégories.

### Limites de construction

Les marchés purs et parfaits n'existent pas : des distorsions importantes peuvent se produire sans pour autant être visibles, ce qui ne permet pas d'assurer le respect du principe que la *fair value* doit être fondée sur un consensus « entre parties bien informées et agissant dans des conditions de concurrence normale ».

Les investisseurs ne sont pas les seuls utilisateurs des états financiers rendus publics par les entreprises. L'État, les organismes sociaux, les banques, les salariés, les partenaires commerciaux les utilisent également. Pour certains d'entre eux, et considérant les critères qui leur sont propres, la valorisation en coût historique peut se révéler davantage pertinente. Il en résulte une dualité encore plus marquée entre comptes sociaux établis selon les principes comptables locaux et comptes consolidés établis selon les IFRS.

### Subjectivité de la valeur de marché

La valeur de marché est par nature variable très variable, ce qui soulève un certain nombre de problématiques :

- ▶ le prix offert par un acheteur potentiel est fonction de sa propre appréciation de l'objet de la transaction, ainsi que des circonstances qui lui sont propres (par exemple sa stratégie, sa surface financière, son organisation). Cette appréciation, et donc le prix offert peuvent ainsi être différents à deux moments distincts ;
- ▶ lorsque deux ou plusieurs acheteurs sont prêts à payer chacun un prix différent, quelle valeur retenir ? une moyenne ? la plus vraisemblable ? Selon quels critères déterminer quelle hypothèse est la plus vraisemblable ?
- ▶ l'année  $n$ , la valeur d'un actif sera de  $x$  en présence de trois acheteurs potentiels. L'année  $n + 1$ , en présence de six autres acheteurs potentiels différents, la valeur sera de  $y$ , potentiellement significativement différente.

On peut s'interroger si l'on peut réellement parler de « juste » valeur quand plusieurs évaluations d'un même actif ou passif peuvent conduire à des valeurs significativement différentes. Certains analystes financiers reconnaissent ainsi devoir procéder à leurs propres « appréciations » ou « retraitements » de la valeur de certaines composantes du bilan des entreprises.

## Subjectivité des méthodes d'évaluation

Les évaluations réalisées par les entreprises peuvent se révéler imparfaites, en toute bonne foi, et dépendent de la qualité et du nombre des ressources engagées par les entreprises dans ces processus. Le choix d'un taux d'actualisation est, par exemple, un exercice particulièrement délicat. Qui est en mesure d'affirmer qu'un taux est pertinent à 0,05 % près, sachant que cette marge de tolérance peut conduire à modifier la valeur de certaines provisions de plusieurs millions d'euros ?

## Volatilité induite

La performance d'une entreprise peut significativement varier en fonction de phénomènes financiers et exogènes qui ne sont pas liés à son activité et à la génération organique de richesse. Dans de telles circonstances, comment lire et comparer les résultats d'une même entreprise d'une année sur l'autre, des résultats de deux entreprises entre elles ?

## Importance accordée au court terme et pertinence en matière de gestion

Certains dirigeants refusent que leur performance de gestionnaire soit évaluée sur la base d'états financiers basés sur les IFRS. D'une part, comme nous venons de le mentionner, la valeur de marché échappe à leur contrôle. D'autre part, les IFRS les contraignent à comptabiliser les pertes immédiatement (certes les profits également). Dans ces circonstances, certains avancent que la *fair value* encourage la cession immédiate d'actifs en perte de valeur puisque, cédés ou non, la perte correspondante est comptabilisée, ce qui prive de toute liberté d'arbitrage de portefeuille. Cette vision à court terme est abondamment critiquée car incompatible avec le développement économique pérenne qui requiert des efforts de recherche et de développement ainsi que des investissements sur de longues périodes.

De ce fait, certaines entreprises ont parallèlement mis en place des comptabilités dites « de gestion » qui ont pour fonction de mesurer et de gérer la valeur économique de l'entreprise, par opposition à sa valeur financière. Les états financiers n'ont ainsi plus vocation qu'à incarner le reporting financier. Quel paradoxe !

## Obsolescence rapide et complexité des états financiers

Les états financiers préparés au 30 septembre 2008 sont déjà obsolètes le jour même de leur publication, c'est-à-dire à peine quelques jours ou quelques semaines plus tard, au motif que les conditions de marché de certains de ses actifs ou passifs ont évolué entre-temps. On a du mal à croire que les investisseurs puissent s'en satisfaire tandis que les titres et valeurs s'échangent en temps réel sur les marchés financiers. L'information est certes plus pertinente, mais elle ne peut être mise à disposition que trop tardivement pour pouvoir être prise en compte ! Pour être cohérents avec le caractère instantané des évaluations en *fair value*, les entreprises devraient publier des états financiers chaque jour !

La lecture des états financiers est devenue particulièrement complexe. En premier lieu, si l'information fournie est abondante, elle n'est pas nécessairement exploitable. Ensuite, du temps des états financiers en coûts historiques, tous les éléments inscrits au bilan étaient tous évalués selon les mêmes principes. Certes, il est une avancée importante que les IFRS requièrent de porter au bilan un certain nombre d'éléments qui ne l'étaient pas auparavant. Mais désormais cohabitent au sein des mêmes états financiers : des valeurs de transactions effectives et réalisées, des valeurs de marchés estimées et des valeurs anticipées et bientôt probabilisées résultant de calculs fondés sur des modèles mathématiques faisant eux-mêmes référence à des taux d'actualisation dont la fixation est peu transparente. Les performances réelles des entreprises seront très difficiles à discerner et la formation des résultats encore plus ardue à expliciter.

L'obsolescence rapide et la complexité grandissante de la lecture des états financiers font se rendre compte du paradoxe et de l'absurdité de la recherche de la représentation toujours plus pointue et rapide de la performance financière.

Comme nous venons de le voir, la *fair value* présente d'importantes limites. Doit-on pour autant donner raison à ceux qui en prônent l'abandon pur et simple ? Pourrait-on parvenir aux objectifs de transparence comptable en matière de performance et de valeur des entreprises par d'autres

moyens que par l'application de la *fair value* ? Le dirigeant d'un grand établissement financier français déclarait fin 2008 : « Nous sommes convaincus que l'évaluation du portefeuille de *trading* d'une banque à sa "juste valeur" est la seule modalité comptable garantissant transparence et discipline. Mais si nous soutenons le principe de la "juste valeur", nous condamnons fermement les modalités de son application en période de crise. Dans de telles circonstances, elle n'est précisément plus la valeur de marché. »

Car il s'agit là de la critique la plus vive formulée à l'encontre de la *fair value* : elle aurait favorisé l'émergence de la crise, et amplifié ses effets : d'abord en conduisant les sociétés à comptabiliser d'importantes pertes, en relation avec les pertes de valeurs observées sur les marchés financiers, ensuite en détériorant les fonds propres des entreprises et en particulier des établissements financiers et sociétés d'assurances, qui ont été contraints de réaliser de massives augmentations de capital afin d'assurer le maintien de leurs ratios de solvabilité.

## LES NORMES DANS UN CONTEXTE DE CRISE

Au motif que des indications de prix observés sur des marchés très peu liquides ne constituent pas toujours une « juste valeur », certains sont d'avis que la *fair value* participe activement à l'aggravation de la crise financière car elle implique la prise en compte de valeurs « irréalistes » dans l'évaluation de certains actifs et passifs.

### Les changements déjà intervenus dans la réglementation comptable

Le 1<sup>er</sup> octobre 2008, la Securities and Exchange Commission (SEC) concède un assouplissement du principe de la *fair value* et autorise les émetteurs à exercer leur jugement, notamment en ce qui concerne la détermination du caractère actif ou inactif d'un marché, et des méthodes d'évaluation comptable qui dès lors en découlent.

Le 14 octobre 2008, l'Autorité des marchés financiers (AMF) entreprend des consultations techniques et sectorielles, reconnaissant que la stricte application de la règle comptable de la juste valeur rend la situation délicate pour plusieurs institutions financières dans un contexte de dépréciation massive de nombreux produits financiers et du fait que, dans certains cas, les conditions normales de marché n'existent plus.

Ce même jour, l'IASB et la Commission européenne emboîtent le pas de la SEC et autorisent les comptabilités à déroger à la notion de juste valeur dans deux cas précis. Le premier concerne la survenance de « circonstances exceptionnelles », sachant qu'il est considéré que la situation actuelle répond à la définition de telles circonstances. Le second est la possibilité de comptabiliser des instruments de placement au coût d'acquisition si le détenteur a l'intention de les conserver jusqu'à échéance. Ces amendements ont été adoptés par la Commission européenne le 15 octobre 2008 (règlement 1004/2008 de la Commission publié au *Journal officiel de l'Union européenne* le 16 octobre 2008) et sont notamment applicables pour les comptes intérimaires clos au 30 septembre 2008.

L'IASB a ainsi en partie répondu aux préoccupations exprimées par les ministres des Finances européens au travers du conseil de l'Écofin, visant à faire en sorte que « les institutions financières européennes ne soient pas désavantagées vis-à-vis de leurs concurrents internationaux en matière de règles comptables et d'interprétations ».

## La nécessité d'une meilleure information

En raison de l'exercice du jugement nécessaire quant aux circonstances qui permettraient ou non d'adopter une valorisation fondée sur la modélisation à partir de données non nécessairement observables, l'IASB reconnaît qu'il est possible que deux entités parviennent à une estimation différente de la juste valeur, « sans pour autant ne pas remettre en cause la pertinence du principe de la juste valeur ».

Remettre en cause la pertinence de la juste valeur dans la comptabilité nous semble également non fondé. La juste valeur a permis d'attirer l'attention sur les effets potentiellement très importants de la crise. Pour les raisons évoquées plus haut, une comptabilité en coûts historiques n'aurait probablement pas permis cette identification de manière aussi précoce qu'elle l'a été. Supprimer cette méthode de valorisation sous prétexte de réduire la pro-cyclicité des marchés réduirait la transparence et serait ainsi de nature à exacerber la crise de confiance. Toutefois, nous partageons le point de vue qu'il est essentiel et naturel que la juste valeur fasse l'objet d'évolutions, notamment en ce qui concerne l'information fournie sur les modalités de son application. En d'autres termes, expliciter quelles méthodes d'évaluation ont été retenues ainsi que leurs modalités, notamment lorsqu'il a été considéré que certains marchés n'étaient plus actifs. Il restera ensuite à s'atteler à la résolution du problème de la volatilité.

Dans le cadre du projet d'amendement d'IFRS-7, l'IASB s'interroge justement sur le type d'informations que les établissements doivent communiquer aux investisseurs concernant l'utilisation de la juste valeur, de manière que ces derniers puissent prendre des décisions en toute connaissance de cause. Le directeur comptable de la Securities and Exchange Commission (SEC) et le personnel du Financial Accounting Standards Board (FASB) avaient proposé, dans la norme « Financial Accounting Statement 157 », une hiérarchie d'informations et de techniques de valorisation qu'un préparateur raisonnable peut utiliser pour estimer la juste valeur lorsque des données pertinentes du marché ne sont pas disponibles. Ces dispositions sont reconnues par l'IASB.

### En définitive, la *fair value* : pro-cyclique ou non ?

Certains ont cité la métaphore du « thermomètre » afin de dédouaner les normes de toute responsabilité par nature. Selon eux, les normes comptables ne sont que l'instrument de mesure et, à l'instar d'un thermomètre, ne sauraient être à l'origine de la fièvre. On convient que lorsque la température excède 50 degrés par exemple, on ne dit pas qu'il faut employer un autre type de thermomètre ou ajuster la valeur lue sur le thermomètre. De ce point de vue, cette assertion prend tout son sens et, dès lors, on ne voit pas pourquoi il ne devrait pas être fait application des normes, quelle que soit la valeur de la mesure qui pourrait en résulter.

Sauf que si les débats récents ont confirmé que les normes n'étaient pas à l'origine de la crise, cette dernière a soulevé le problème qu'elles en reflètent l'impact potentiel de manière brutale, immédiate et indifférenciée, et c'est là que le bât blesse. En effet, elles accélèrent l'impact des mouvements atypiques ou des phénomènes de crise, ce qui a justifié l'engagement des gouvernements des pays développés ainsi que celui des normalisateurs.

Cela amène la question de savoir si le rôle de la comptabilité est de prévenir la survenance des crises.

### Le rôle de la comptabilité

Les systèmes comptables sont apparus pour répondre à un besoin de tenue et de reddition des comptes *a posteriori*. Il est difficile d'imaginer ce qu'il y a de rétrospectif dans le fait de comptabiliser la valeur d'une transaction qui n'a pas eu lieu (en d'autres termes ajuster une valeur pour l'amener à la *fair value*) alors que dans certains cas les dirigeants n'ont pas l'intention

de la réaliser ! Libre ensuite aux utilisateurs de chercher à prévoir les performances futures de l'entité à partir de tels états financiers. Cet intérêt prospectif n'apparaît pas en théorie relever du rôle de la comptabilité.

Le terme même de *fair value* est impropre. On devrait parler de *market value*, c'est-à-dire de « valeur de marché » car heureux celui qui peut dire ce qui est *fair* ou non, surtout s'il n'est pas partie prenante à la transaction. *Fair* contient une composante d'absolu qui ferait autorité. Or elle n'a rien de « juste », elle est seulement consensuelle. Par ailleurs, on ne voit pas ce qu'il y a de *fair* à modifier les règles du jeu en cours de partie.

Au-delà de ce débat, il y a d'autres enjeux tout aussi importants qui n'ont pas reçu toute l'attention qu'ils méritent.

Premièrement, un débat de fond subsiste. Prenons l'exemple d'une banque qui prêterait des fonds à une société cotée (pas nécessairement un grand groupe) et à une PME non cotée. Elle devrait ainsi mesurer son risque sur la base d'états financiers arrêtés respectivement selon deux référentiels différents. On peut s'interroger si, fondamentalement, il existe deux manières d'apprécier la valeur d'une même entreprise, et si celle-ci doit dépendre de son mode de financement ?

Deuxièmement, comment apprécier la tendance de la performance d'une entreprise sur le moyen ou le long terme, indépendamment des fluctuations ponctuelles ? Quels outils le permettent ? Quels états financiers fournissent cette information ?

L'enjeu principal désormais est de s'assurer que la comptabilité ne vienne pas desservir la nécessité impérieuse d'assurer le développement durable de nos États et de nos économies, et en permette une représentation macro-économique fidèle. Il serait tout aussi réducteur que dangereux de croire que le développement durable des entreprises n'est que le résultat de stratégies à court terme mises bout à bout. La recherche de la transcription plus fréquente, plus rapide et plus pointue de la performance des entreprises rend en effet nos économies plus sensibles à d'éventuels retournements brutaux ou frémissements de marchés, ce qui renforce la conscience collective de la nécessité tout aussi impérieuse d'une gouvernance exemplaire au sein des entreprises. Nous allons y revenir.

En résumé, la crise financière a révélé des lacunes importantes dans la mise en œuvre des normes comptables, et en particulier celle de la mise en œuvre de la juste valeur. Comme nous l'avons vu jusqu'ici, un retour à la valorisation au coût historique ne semble être ni possible ni souhaitable.



Cependant, l'utilisation de la juste valeur lorsque la situation sur les marchés financiers est défavorable a attiré l'attention sur les effets néfastes sur la stabilité financière. Il semble donc nécessaire d'en améliorer le fonctionnement et selon nous le mouvement amorcé va dans le bon sens, même si l'on peut craindre que les amendements puissent dans certains cas permettre de masquer la réelle exposition aux risques des entreprises et ainsi d'amplifier la méfiance de la communauté financière, ce qui n'est pas de nature à favoriser une sortie de la crise.

Il peut y être remédié par le biais d'une meilleure information ainsi que du renforcement de la gouvernance au sein des entreprises.

## Une meilleure information

Afin d'éclairer utilement les utilisateurs des états financiers des entreprises et contribuer à la restauration de la confiance dans les marchés financiers, il convient d'être davantage transparents sur :

- ▶ l'évaluation du profil de liquidité et de profitabilité des entreprises selon les critères correspondant aux points de vue de l'ensemble des catégories d'utilisateurs des états financiers, et non pas seulement les investisseurs ;
- ▶ l'identification d'éventuels problèmes de continuité d'exploitation (incluant les éventuelles difficultés de financement) ou une capacité plus limitée à mobiliser certains actifs ou encore d'une dégradation des perspectives d'exploitation ;
- ▶ l'identification et le traitement des problématiques comptables significatives : changements de méthodes comptables ou de modalités d'application de ces méthodes, présentation des passifs financiers et, comme nous l'avons vu, l'approche retenue en présence de marchés présumés ou réputés inactifs.

## Une meilleure gouvernance

Les régulations relatives aux fonctionnements des marchés des capitaux, aux contrôles et à la solvabilité des institutions financières ont considérablement évolué pour satisfaire l'objectif légitime de sécurité des investisseurs. Au cours de ces deux dernières décennies, on a assisté à d'importants progrès dans la capacité à identifier, valoriser et gérer les risques. Il apparaît utile de permettre de s'assurer que les entreprises ont effectivement mis en place des procédures de gestion des risques efficaces et appropriés.

Par ailleurs, il est selon nous incomplet de penser que les normes comptables n'influencent pas les comportements de gestion, qu'elles ne sont que le « thermomètre ». En effet, on a vu des équipes dirigeantes prendre des décisions non plus seulement en fonction de leur intérêt économique pour l'entreprise, mais aussi en tenant compte de la traduction comptable qui pourrait en être faite en application des normes en vigueur. On a encore observé des cas d'insuffisance d'éthique. Plus exactement, la fin a parfois justifié les moyens. Le modèle capitaliste n'est pas à proprement parler remis en question, ni les instruments comptables de mesure de la performance qui l'assortissent. Mais chacun s'est en revanche rendu compte que l'éthique des résultats n'est pas un objectif pérenne si elle n'est pas accompagnée de l'éthique des moyens, ce qui appelle une gouvernance renforcée afin de prévenir les possibles conséquences négatives d'excès de libéralisme.

Il semble ainsi nécessaire de faire en sorte que les éventuelles erreurs ne puissent être attribuables qu'aux limites inhérentes et incompressibles du jugement professionnel. En d'autres termes, de définir au sein même des entreprises des mesures de gouvernance destinées à s'assurer que la comptabilité ne puisse pas être le cadre d'agissements intentionnels critiquables dont la motivation serait de présenter l'entreprise de manière plus favorable qu'elle ne l'est en réalité.

## CONCLUSION

Soyons réalistes : les changements de normes comptables réclamés par certains ne résoudront pas les causes de la crise, ils sont simplement destinés à en amoindrir les effets en termes de présentation. Il convient de ne pas réagir à chaud mais de prendre du recul afin d'élaborer une solution satisfaisante, et qui le soit de manière mondiale et durable. Il s'agit là de « l'apport » principal de la crise financière : avoir mis en évidence la nécessité d'une évolution des normes comptables.

Allons-nous attiser le débat sur la pertinence et l'éventuelle contribution du principe comptable de *fair value* aux origines de la crise ? Si l'on en juge la difficulté que certains pays, dont la France et la Chine pour ne citer qu'eux, ont éprouvée pour traduire dans leur langue le concept de « *fair value* », on se rend compte que le débat a mal été posé. Par comparaison avec, ou nostalgie envers le coût historique, on a cherché dans la *fair value* une caractéristique absolue et objective, qui ne s'y trouve bien évidemment pas puisqu'elle est fondée sur l'exercice du jugement. En tant qu'êtres

humains, le jugement dont nous sommes capables est l'outil le plus formidable pour apprécier les circonstances dans lesquelles on se trouve. On ne saurait nier que deux personnes peuvent avoir une appréciation différente d'une même situation, ni qu'aucun de nous, qu'il soit émetteur, utilisateur ou auditeur, n'est à l'abri d'une erreur, de limites techniques ou d'une imperfection dans l'évaluation ou l'appréciation. Faut-il pour autant remettre en question l'exercice du jugement ? Assurément non. Cela conduirait d'ailleurs à remettre en question cette capacité dans de nombreux autres domaines comme la justice ou la médecine. Comme l'a écrit Victor Hugo il y a exactement cent ans, récemment cité par un célèbre avocat : « Il est effrayant de penser que cette chose que l'on a en soi, le jugement, n'est pas la justice. La justice, c'est l'absolu. Réfléchissez à la différence entre un juge et un juste. »

Il faut cesser de comparer la *fair value* à la méthode basée sur les coûts historiques *a priori* définitivement révolue, et se montrer davantage constructifs afin de faire évoluer le cadre et les modalités d'application afin qu'elle donne la pleine mesure de ses vertus. N'oublions pas non plus que les IFRS ont été mis en place en 2005, et qu'il est normal que le référentiel évolue au fur et à mesure qu'il vit, qu'il est utilisé, que les acteurs des marchés se familiarisent avec son utilisation. Pendant ce temps, il faudra accepter ses défauts de jeunesse.

L'enjeu est grand, à l'heure où les IFRS sont en passe de se généraliser à l'échelle mondiale pour les sociétés cotées. Il en va de la compétitivité des entreprises et des économies concernées. Comme nous venons de le voir en théorie seules sont réellement susceptibles de persister les différences de jugement ou d'appréciation. C'est là qu'il convient de mettre en place des mesures destinées à améliorer l'information et la transparence ainsi qu'à assurer une gouvernance solide.

Il apparaît bel et bien en tout cas que les solutions à la crise actuelle et la prévention de crises futures ne sauraient tenir dans l'unique modification isolée des normes comptables.

# Crise financière : quelles pistes de solutions ? Quelle nouvelle stratégie pour la place de Paris ?

ARNAUD DE BRESSON  
VINCENT REMAY

La crise financière internationale, née des excès du marché du *subprime* américain, entraîne des conséquences graves pour l'économie et l'emploi et pose des questions essentielles sur le mode de fonctionnement des marchés financiers, la relation entre la finance et l'économie réelle, la stratégie à venir de la place de Paris.

Ainsi, vingt ans après le mouvement de désencadrement du crédit, de libéralisation des taux d'intérêt et de privatisation des établissements bancaires dans l'ensemble des grands pays industrialisés, on assiste à une grave crise d'effondrement du crédit, avec des conséquences importantes en termes de dépréciation d'actifs pour les banques et établissements financiers au niveau mondial, dont l'évaluation à terme devrait se chiffrer à plusieurs trillions d'euros. Une seule certitude, aujourd'hui, le paysage financier international devrait se transformer en profondeur au cours des mois et années à venir.

Pour la place financière de Paris, comme pour les autres grandes places financières internationales notamment, Londres, New York, Hong Kong, Tokyo, etc., cette crise financière est un enjeu majeur, car l'industrie financière y est fortement développée et figure parmi les plus importants secteurs industriels du pays, tant en termes d'emplois (plus de 1 million d'emplois, en France, selon la dernière étude sur l'emploi financier de Paris Europlace), que de contribution au PIB (près de 5 %). Le secteur

financier est fondamentalement stratégique pour l'apport de capitaux aux entreprises et l'économie prise dans son ensemble. C'est pourquoi il est impératif de restaurer la confiance dans les marchés financiers pour que l'économie puisse retrouver, le plus rapidement possible, le chemin de la croissance.

Dès août 2007, la place financière de Paris a pris conscience de la gravité de la situation et mis en place une véritable mobilisation collective – régulateurs et professionnels – pour faire le point de la situation et mettre en place les actions appropriées. Cela a, certainement, été l'une des caractéristiques positives du fonctionnement de la place de Paris, comparée aux autres places internationales.

De son côté, le conseil de Paris Europlace a lancé, début 2008, une réflexion stratégique pour tirer les leçons de la crise, réfléchir aux modes de fonctionnement des marchés et aux conséquences en termes de développement d'activités, et proposer de nouveaux axes d'actions.

Rappelons d'abord quels ont été les mécanismes qui ont conduit à cette crise financière sans précédent, pour ensuite examiner les réponses des pouvoirs publics et les axes d'actions stratégiques de la place de Paris pour, à la fois, restaurer la confiance et mettre en œuvre des mécanismes plus efficaces.

## LES FACTEURS D'UNE CRISE INTERNATIONALE GRAVE

Comme le rappelle une étude récente de la Toulouse School of Economics (TSE), « les crises trouvent souvent leur origine dans le laxisme des périodes fastes ». Ainsi, l'origine de la crise actuelle est très clairement située aux États-Unis, avec le maintien par la Fed, depuis le début des années 2000, de taux d'intérêt anormalement bas. C'est l'abondance de liquidité bon marché, combinée à un désir politique d'encourager l'acquisition immobilière par les ménages, qui a rapidement conduit à une bulle immobilière.

Dans le même temps, les surplus d'épargne provenant des fonds souverains arabes et asiatiques et les réserves de change, notamment de la Chine, sont venus se loger aux États-Unis, sur un marché de titre échangeables de plus en plus actif, faute de pouvoir être recyclés dans les marchés de ces pays. Une fraction de cet argent a contribué à accélérer l'investissement immobilier et l'augmentation de la demande de rendements plus élevés sur les titres a encouragé le développement de la titrisation de créances. Les déséquilibres

bres économiques mondiaux ont tiré les taux d'intérêt au niveau mondial vers le bas, avec pour conséquence l'orientation des investissements vers des actifs plus risqués.

Le facteur déclencheur de la crise a été l'éclatement de la bulle immobilière due à la hausse des taux et à la stagnation du prix de l'immobilier, avec pour conséquence la montée des défauts de recouvrement sur les prêts hypothécaires et, notamment, sur les prêts dits *subprimes* (prêts immobiliers à risques). Rappelons que les *subprimes* sont des prêts immobiliers consentis à des particuliers à revenus modestes, selon des éléments d'appréciation de plus en plus irréalistes au regard de leurs capacités de remboursement. Les développements de ces produits à vitesse exponentielle et sans mesure des risques réels témoignent, à l'évidence, d'une défaillance du système de régulation américain, qui est l'un des facteurs constitutifs de cette crise.

Ces risques immobiliers ont, ensuite, été transmis à l'ensemble des marchés financiers, à travers une titrisation excessive. Les prêts octroyés ont, en effet, été segmentés et transformés en titres de valeurs mobilières négociés auprès d'investisseurs. La titrisation, dont le but est une meilleure dispersion des risques et l'optimisation de la gestion du capital, a, cette fois, accéléré la transmission des risques à l'ensemble des marchés internationaux. Elle a, en outre, facilité le relâchement de la discipline du risque de crédit et le développement d'effets de levier complexes dont la compréhension a échappé au contrôle des autorités.

Cela ne veut pas dire que la titrisation soit en elle-même mise en cause. Cette technique utile au développement de véhicules de financements suppose, cependant, que les produits soient simples et faciles d'utilisation, que les banques en assurent la liquidité et que les investisseurs soient capables d'évaluer facilement le produit et le risque, qui s'y attache. Ces conditions, à l'évidence, n'ont pas été remplies.

Autre facteur, le développement très excessif de l'activité de transformation des banques comme de leurs engagements, en raison des mécanismes de titrisation et des engagements pris à l'égard de leur clientèle. De nombreux intermédiaires financiers, pas seulement bancaires, ont pris des risques substantiels en empruntant à très court terme sur les marchés de gros, ce qui constitue des stratégies risquées en période de remontée des taux. Le cas emblématique a été celui de Northern Rock en Grande-Bretagne. Dans le même temps, les institutions financières ont exploité les imperfections de l'analyse du risque dans les règles prudentielles pour sous-estimer leurs besoins en capital, tandis que les régulateurs se sont souvent montrés laxistes

(exemple, AIG qui a distribué le plus gros dividende de ces dernières années à son actionnariat, juste avant d'être renfloué par l'État américain).

Le laxisme des agences de notation, issu des conflits d'intérêt dans leurs activités de conseil et de la concentration des acteurs, et le caractère procyclique de la réglementation, notamment des normes comptables, ont été également des facteurs essentiels d'aggravation de la crise.

Pour toutes ces raisons, un cercle vicieux s'est développé, avec un système financier distribuant des volumes de crédit de plus en plus élevés, une montée des risques sur l'ensemble des instruments financiers – titrisation, SIV, CDO et même LBO. Le retournement du marché immobilier a déclenché une crise de confiance en chaîne entre les opérateurs interbancaires, qui s'est traduite par un assèchement des liquidités sur les marchés interbancaires, puis sur l'ensemble des marchés financiers, avec pour conséquences une très forte volatilité des marchés puis des faillites d'établissements bancaires et d'assurance, aux États-Unis d'abord, puis dans plusieurs pays d'Europe.

Les premières mesures de soutien, en Grande-Bretagne avec Northern Rock, puis aux États-Unis (Bear Stearns, Morgan Stanley, AIG, etc.), n'ont pas enrayé la perte de confiance dans les marchés. L'acceptation de la faillite de la banque Lehman Brothers, par les autorités américaines, a certainement accéléré l'effet systémique, avec de graves conséquences en termes de pertes de valeurs en cascade sur tous les marchés financiers internationaux, du fait de la forte internationalisation des activités de la banque d'investissement américaine.

L'apparition, fin 2008, de malversations financières d'une ampleur sans précédent, avec l'affaire Madoff, renforce à l'évidence les questions sur les pratiques de certains opérateurs financiers et les dysfonctionnements du système de régulation, notamment américain.

## LA PLACE DE PARIS DANS LA CRISE

Dans ce contexte, quelles peuvent être, aujourd'hui, les pistes de solutions ? Quelles leçons tirer de cette crise financière et comment faire évoluer le mode de développement de la place de Paris ?

Face à la gravité de la crise, une action vigoureuse a été lancée par les pouvoirs publics, au plan américain et international, pour à la fois mettre en place des mécanismes de soutien à l'industrie bancaire et financière et engager la réflexion sur les réformes structurelles à mettre en œuvre. Une

action de réflexion a, également, été développée sur la place de Paris pour tirer les leçons de la crise, repositionner la stratégie de la place et mettre en œuvre un plan d'action.

## Les pistes de réformes structurelles

Dans un premier temps, face à l'ampleur de la crise, une action vigoureuse a été lancée par les pouvoirs publics, au plan américain et international, pour mettre en place des mécanismes de soutien à l'industrie bancaire et financière et tenter de restaurer la confiance.

En Europe, comme aux États-Unis, sous l'impulsion notamment de M. Nicolas Sarkozy, en tant que président de l'Union européenne, les interventions publiques ont visé un double objectif : d'une part, apporter des liquidités aux banques pour qu'elles assurent leurs fonctions de financement de l'économie, d'autre part, renforcer leur solvabilité par apport de fonds propres, y compris, si nécessaire, par l'entrée des États dans le capital des banques, comme cela a été le cas concrètement au Royaume-Uni et en Allemagne.

Les montants consacrés au soutien de l'industrie bancaire et financière témoignent de l'importance de l'engagement des pouvoirs publics : plus de 1 300 milliards d'euros pour l'ensemble de l'Union européenne (320 milliards d'euros en France, 380 milliards d'euros au Royaume-Uni, 480 milliards d'euros en Allemagne, etc.), 700 milliards d'euros prévus par le plan Paulson, soit 7 % du PIB américain.

Le dispositif français prévoit deux instruments complémentaires : une structure destinée à garantir le refinancement à moyen terme des banques dotée de 320 milliards d'euros. Cette garantie devra permettre aux banques de poursuivre leurs activités de distribution de crédits à des conditions normales de marché. Un second instrument, la Société de prise de participation de l'État (SPPE), contrôlée à 100 % par l'État, intervient en souscrivant aux émissions de titres subordonnés ou d'actions de préférence. Six établissements ont exprimé leur intention d'émettre des dettes subordonnées et le gouvernement a indiqué qu'il souscrirait 10,5 milliards d'euros de ces émissions. Ces dispositions, qui viennent d'obtenir l'aval des autorités européennes de la concurrence permettront à l'ensemble des banques, si besoin, de renforcer leurs fonds propres et de sécuriser leur financement.

Suite à la mise en place de ces premières mesures de soutien, le marché interbancaire a semblé retrouver progressivement un fonctionnement.



Les banques se prêtent, à nouveau, entre elles à des conditions plus favorables, ce qui devrait leur permettre à nouveau de distribuer des crédits. La baisse des taux d'intérêt par les banques centrales, dans un contexte déflationniste, devrait contribuer à fluidifier progressivement le fonctionnement des marchés.

Mais des difficultés nouvelles et graves apparaissent avec le ralentissement économique généralisé et les difficultés croissantes des entreprises. Dans ce contexte, une réflexion de fond a été lancée, au plan international, dans le cadre du G20, visant à mettre en place des réformes structurelles en matière de régulation des marchés, comme en matière de fonctionnement du système monétaire et financier international.

Pour les professionnels de la place de Paris, les pistes de solutions à mettre en œuvre sont les suivantes :

- ▶ réforme des normes comptables : c'est un sujet essentiel. Il s'agit de distinguer la *fair value* et les normes *mark to market*, qui n'ont plus aucune signification, notamment quand la liquidité des marchés baisse, c'est-à-dire quand il n'y a plus de marché, et qui en privilégiant le court terme ont des effets éminemment pro-cycliques. Des mesures ont d'ailleurs déjà été prises aux États-Unis pour exclure les banques de l'application de ces normes. De même, des recommandations ont été adoptées récemment au plan européen, afin d'autoriser les banques à transférer leurs instruments jusque-là comptabilisés en valeur de marché vers des portefeuilles évalués sur des bases de coût d'acquisition. Une réflexion de fond est à mener sur le sujet des normes comptables européennes et internationales pour parvenir à une meilleure mesure de la « juste valeur » des actifs et traiter de manière plus satisfaisante les exigences de fonds propres ;
- ▶ réforme de la régulation financière : la réflexion est à mener sur les fondamentaux de la réglementation et l'extension des mécanismes de régulation à des secteurs aujourd'hui non couverts. Il est essentiel sur le plan européen d'accélérer la convergence et de renforcer la supervision en matière prudentielle et systémique, afin de conforter la confiance et les conditions de compétitivité des marchés ;
- ▶ réforme des normes prudentielles : un réexamen des modes d'analyse des risques et des normes de capitaux propres, dans le contexte de Bâle-II, est indispensable, afin d'éviter une cyclicité accrue des bilans bancaires. Une réforme est indispensable afin que les institutions financières soient mieux incitées à suivre les risques qu'elles prennent et qu'elles transmettent au marché ;

- ▶ réglementation des agences de notation : cette question est essentielle, tant du point de vue de la méthodologie, car il n'est pas possible, par exemple, de noter des produits structurés de la même manière que l'on note la dette des entreprises, que du point de vue des interactions et des conflits d'intérêts dans lesquelles elles peuvent se trouver impliquées. Dans ce domaine, il est nécessaire que les activités des agences de notation soient mieux réglementées et supervisées au niveau européen, comme international ;
- ▶ régulation des groupes transnationaux : des propositions ont été faites par Paris Europlace visant, notamment, le renforcement des objectifs et moyens des collèges de régulateurs, au niveau européen, et la mise en place d'un *lead supervisor*, au niveau européen, pour la régulation des acteurs transnationaux.

À la demande de Mme Christine Lagarde, ministre de l'Économie de l'Industrie et des Finances, lors de la réunion du Haut Comité de place du 18 décembre dernier, un groupe de travail a été formé par Paris Europlace, pour poursuivre ces réflexions et émettre des propositions au niveau européen et international sur ces différents sujets.

## La résistance de la place de Paris

Les acteurs financiers basés à Paris sont, aujourd'hui, conscients que l'effort de la collectivité pour trouver une solution à cette crise financière grave leur confère des responsabilités accrues vis-à-vis de leurs clients et de l'ensemble de la société. C'est pourquoi une réflexion a été engagée pour tirer les leçons de la crise financière et mettre en place une nouvelle stratégie en termes de domaines d'activités et de priorités d'actions.

La priorité immédiate est le rétablissement de la confiance dans les systèmes financiers. Le constat est que cette crise est d'abord une crise anglo-saxonne, caractérisée par les excès de la banque d'investissement américaine et les déficiences de la régulation. Les marchés non organisés, notamment, ont été au centre de la crise.

En comparaison avec les autres places financières internationales, la place de Paris a, à ce stade, montré une meilleure résistance à la crise, ceci pour plusieurs raisons :

- ▶ un environnement réglementaire équilibré : la place financière de Paris a toujours estimé que la réglementation est un élément fondamental pour se positionner dans un environnement concurrentiel. En premier

lieu, parce que la confiance, la protection des investisseurs et la robustesse du marché sont essentielles et, en second lieu, parce que le processus d'élaboration des normes réglementaires et de l'application des principes visant « la meilleure régulation » doit toujours accompagner l'innovation financière tout en respectant les principes prudentiels. Nos régulateurs prennent des initiatives déterminantes pour harmoniser le cadre réglementaire européen et faciliter l'intégration du marché financier européen afin de renforcer sa masse critique et améliorer ainsi son efficacité. La place de Paris œuvre pour que les normes françaises respectent les meilleures pratiques internationales ;

- le modèle français de « banque universelle » : issu de la loi bancaire de 1984, le modèle bancaire français a permis le développement international des banques françaises, notamment sur des métiers à forte valeur ajoutée, tels que les dérivés actions ou encore le financement de projet, sans prise de risques excessifs. La diversification des activités des groupes bancaires français a confirmé être un atout. Pour les banques françaises, la banque de détail reste un métier essentiel et a joué un rôle fondamental dans la stabilisation des sources de revenus depuis le début de la crise financière, avec même une activité soutenue de nouveaux crédits aux entreprises et ménages ;
- un pôle d'investissement de premier rang mondial : le savoir-faire de la place financière de Paris en matière de gestion d'actifs est l'un des plus performants et innovants. Paris est devenu le deuxième pôle mondial pour la gestion collective, après les États-Unis, avec plus de 1 500 milliards d'euros d'actifs gérés. La mise en place de la nouvelle directive européenne UCIT-IV offre de nouvelles perspectives importantes à l'industrie française de gestion, en ouvrant notamment les possibilités de distribution de produits au niveau européen ;
- l'importance de l'effort en matière de recherche et de formation, qui permet à la place de Paris d'offrir des services efficaces en matière d'évaluation et de gestion des risques. La mise en place du pôle de compétitivité Finance-Innovation, notamment, a pour but d'accélérer l'effort dans ce domaine.

Cependant, il va de soi que cette crise financière internationale grave a des conséquences également lourdes pour la place de Paris et l'économie française. C'est pourquoi les acteurs de la place de Paris sont, aujourd'hui, engagés dans une réflexion pour tirer les leçons de cette crise et engager de

nouvelles pistes d'actions pour, à la fois, conforter l'environnement de confiance du système français et redéployer les activités de la place financière vers les futurs secteurs porteurs.

## Des pistes de développement pour la place de Paris

Les priorités d'actions sont les suivantes :

- améliorer la régulation des marchés : une première action prioritaire est à mener pour restaurer la confiance dans les activités de marché, avec la mise en place d'une régulation mieux équilibrée, en coordination avec les réformes en cours au niveau mondial. Il est important, notamment, que la réflexion soit approfondie sur les normes prudentielles bancaires (ratios de liquidité et de solvabilité), Solvency-II en Europe dans le domaine de l'assurance, ainsi que les modes de fonctionnement de la régulation des marchés. La place financière de Paris souhaite que la coopération entre les autorités de régulation nationales soit renforcée, voire que soit accélérée la constitution d'une Autorité de régulation européenne ou même internationale. Une autre priorité concerne le renforcement du rôle des marchés organisés ou régulés, plus exigeants en termes de transparence des acteurs et de mode de fonctionnement, comme le développement de la recherche sur la couverture et la maîtrise des risques, qui sont désormais des priorités, d'autant que la place financière de Paris dispose de compétences reconnues dans ce domaine ;
- le développement des instruments d'épargne longue est la seconde priorité. D'autant qu'il nous faut relever le défi du financement complémentaire des retraites et de la dépendance, comme le financement des entreprises et des besoins à long terme de l'économie. L'accent sur l'épargne longue est, également, une réponse aux défis que nous posent aujourd'hui les marchés financiers et leurs volatilités ;
- renforcer le financement des entreprises, et notamment des jeunes entreprises innovantes (JEI). Au-delà des engagements pris par les banques françaises, qui s'y tiennent et remplissent efficacement leur mission, plusieurs mécanismes, dont le pôle de compétitivité Finance-Innovation, contribueront progressivement au renforcement des fonds propres des PME financières et non financières. Dans le secteur financier, notamment, afin de mieux connaître le tissu industriel des PME et pour leur apporter l'offre la plus adaptée à leurs besoins, le pôle Finance-Innovation a lancé une opération de recensement, qui a permis d'identifier, à ce jour, près de cinq cents PME développant des activités dans

les différents secteurs de la gestion d'actifs, l'ingénierie financière, l'actuariat, l'analyse des risques, les sociétés de logiciels, les équipementiers de salles de marché... Dans un second temps, une action d'accompagnement a été mise en place afin de faciliter l'accès de ces PME aux financements publics et privés, à travers la labellisation des entreprises porteuses de projets industriels et de recherche. Près de quarante projets ont ainsi été labellisés en 2008. D'autres projets sont actuellement à l'étude, comme le lancement d'incubateurs/pépinières d'entreprises financières, le lancement d'un fonds d'investissement dédié aux PME financières, dans les domaines de la gestion d'actifs, des activités financières et des activités de services aux industries financières ;

- Recherche et Innovation financière : c'est un levier essentiel dans le contexte de la crise, pour lequel la place de Paris dispose de réels atouts. En revanche, la recherche doit aujourd'hui être réorientée pour permettre d'approfondir l'analyse des risques et le développement de nouveaux produits financiers, plus transparents et adaptés aux besoins des utilisateurs. C'est pourquoi une nouvelle initiative a été lancée avec la création de l'institut Louis-Bachelier (ILB), centre de services et d'échanges dans les domaines de la recherche en finance, assurance et gestion des risques. L'objectif est d'organiser les meilleures synergies entre chercheurs académiques et professionnels, et d'être une structure d'appui pour les chaires de recherche. Au total, près d'une quinzaine de chaires de recherche ont été initiés par le pôle de compétitivité dans les différents domaines de la gestion de risques, la finance d'entreprise, la finance durable, etc. Le pôle Finance-Innovation organise, par ailleurs, des manifestations scientifiques internationales, pour promouvoir les travaux des chercheurs français et développer des programmes de recherche internationaux, comme c'est le cas, du Forum international sur les risques, qui a réuni lors de sa première édition en mars 2008 plus de six cents chercheurs internationaux ;
- la formation est un autre maillon important de l'action de la place pour permettre de disposer d'une main-d'œuvre qualifiée, qui, au-delà de la maîtrise des modèles mathématiques, dispose d'une bonne compréhension des mécanismes de marchés et des équilibres macro-économiques et financiers. Le pôle Finance-Innovation a noué des contacts avec les écoles et universités, pour initier de nouveaux masters et cursus de formation. Et une nouvelle initiative a été lancée, avec la création de l'Institut européen de la régulation financière (EIFR). Cet institut vise à développer la for-

mation et les échanges entre régulateurs et professionnels, au niveau européen et international, sur les perspectives d'évolution de la régulation financière, les conséquences opérationnelles qui en découlent pour les établissements et les acteurs professionnels, en termes de responsabilité et d'évolution de leurs métiers, et favoriser la mise en place d'une véritable *better regulation* ;

- ▶ positionner la place de Paris sur les nouveaux secteurs porteurs : finance et développement durable (investissement socialement responsable, finance solidaire, financement des technologies de l'environnement), finance islamique. Des mesures réglementaires et de nouvelles initiatives ont été lancées dans ces différents domaines, avec succès. Dans l'ensemble de ces secteurs, la place financière de Paris s'est fixé comme objectif de renforcer son positionnement international ;
- ▶ accélérer l'action européenne : nos axes de travaux en cours concernent la régulation européenne et les normes prudentielles, l'accélération de l'intégration des marchés financiers européens. C'est l'objet des travaux du groupe « Europe » de Paris Europlace. Plusieurs priorités ont été identifiées et sont, actuellement, discutées notamment dans le cadre d'un *joint committee* avec la City of London, dans l'objectif d'accélérer la mise en place d'actions concrètes :
  - régulation des marchés : l'objectif est de répondre au mandat du G20 et, au niveau européen, au mandat du groupe de travail Jacques de Larosière, en prenant en compte les besoins des professionnels : équilibre entre protection des investisseurs et compétitivité des marchés financiers européens, amélioration et renforcement des moyens de fonctionnement des comités de régulateurs européens (CEBS, CEOPS, CESR), progression vers la mise en place d'un *lead supervisor*. Pour ce qui est des questions monétaires, une attention particulière devra être accordée au rôle et à la nature du prêteur en dernier ressort ;
  - assurance : la priorité est la mise en œuvre de la nouvelle directive Solvency-II ;
  - gestion d'actifs : la mise en place de UCITS-IV est la nouvelle étape en cours. Un groupe de travail a été créé pour faire des propositions d'un cadre de régulation complémentaire pouvant intégrer de nouvelles classes d'actifs et définir les principes des produits et de distribution pour les développements de la gestion alternative ;

- normes comptables : la réflexion sur le réexamen des normes *mark to market* est la priorité d'actions, afin d'obtenir une meilleure adaptation des normes comptables aux besoins des utilisateurs et limiter la pro-cyclicité des normes en vigueur ;
- post-marché : l'objectif est de réduire la fragmentation européenne des systèmes et construire des services européens de post-marché plus compétitifs et intégrés.

Au total, la crise économique et financière actuelle pose des questions de fond sur les modalités de fonctionnement des marchés, la relation entre la finance et l'économie réelle. Comme le soulignait, récemment, le président de la République, M. Nicolas Sarkozy, « des mesures structurelles sont indispensables pour remettre la finance au service de l'économie réelle. Il faut refonder le capitalisme ».

Face aux nouveaux défis, la place de Paris est plus que jamais mobilisée pour approfondir la réflexion et proposer des solutions au plan européen et international.

Une « feuille de route » a été proposée et approuvée par le Haut Comité de place (HCP), avec un plan d'actions concrètes pour tirer les leçons de la crise financière et permettre le déploiement vers les nouveaux secteurs porteurs, y compris la finance et le développement durable, et restaurer la confiance dans l'industrie financière.

La mise en place de ce nouveau plan d'actions sera l'occasion, pour la place de Paris, d'approfondir les contacts internationaux et de porter de nouvelles propositions. Nos prochaines rencontres internationales Paris Euro-place, notamment dans les pays du Golfe, en Chine, en Inde et en Russie, auront pour but d'approfondir le dialogue avec les autres grandes places financières internationales sur ces orientations, pour bâtir des coopérations et donner à la place financière de Paris de nouvelles opportunités pour préparer l'après-crise.

## L'Europe et la crise

PHILIPPE DESSERTINE

Pour l'Europe aussi, la grande tourmente économique commencée au milieu de l'année 2007 pourrait constituer un tournant fondamental. En cela, la comparaison avec 1929 est légitime : par la violence des ajustements, par leur universalité mais surtout parce qu'ils sont à la fois la marque d'une fin et celle d'un début.

La décomposition chronologique est pertinente ; elle permet, dans une première phase, de juillet 2007 à août 2008, de représenter la montée des périls dans l'Union européenne, comme dans le reste du monde. Puis à partir de septembre 2008, le paroxysme de la crise aurait pu faire voler l'Europe en éclats ; il n'en a rien été, au contraire. Mais pour que cette formidable affirmation européenne de l'automne 2008 ne soit pas un feu de paille, il sera nécessaire, dans la troisième phase, la gestion de la récession et de la reconstruction, d'imposer au reste du monde, y compris américain, une partie des valeurs intrinsèques du modèle européen.

### JUILLET 2007/AOÛT 2008 :

#### L'INEXORABLE MONTÉE DES DESTRUCTIONS DE VALEUR

La crise commencée en 2007 provient d'un problème simple : la dissociation de la création de richesse et de la création de monnaie. Ce péril, dans une économie libre est le pire de tous.

Pour faire simple, depuis vingt ans, de nouveaux pays sont apparus sur la scène mondiale ; la Chine bien sûr ; les BRIC (Brésil/Russie/Chine/Inde),



ou plus large encore, tous les pays émergents, à croissance économique forte et développement encore inachevé (les pétroliers du Golfe, l'Europe de l'Est, le Vietnam, l'Indonésie et tant d'autres).

Depuis vingt ans, ces zones qui créent de plus en plus de richesse ne créent pas de monnaie. Ou, dit autrement, elles ne créent pas les dettes que permettrait pourtant leur produit intérieur brut (PIB) en croissance exponentielle. Rappel de base, pas toujours inutile : créer de la monnaie, c'est créer de la dette ; on ne doit créer de la dette que si l'on crée de la richesse. L'axiome est simple, il est incontournable et nous en vérifions aujourd'hui sa cruelle exactitude. Car, dans la même période, qui s'est chargé de créer de la monnaie, d'émettre de la dette ? Les pays riches, pratiquant une manière de détournement de bénéfices, comme pour retarder l'inéluctable, le transfert de la richesse des populations occidentales vers celles des pays émergents.

Dans les origines de l'engrenage fatal, un coupable principal apparaît : les États-Unis. Ce fut bien la Fed qui pratiqua une politique de taux bas, favorisant la dette, afin de soutenir sa croissance (ce qu'elle poursuivait sans cesse, tentant par des taux nuls, de stimuler son économie). Ce furent bien des bonds du Trésor américains qui furent achetés par les banques centrales asiatiques ; ce furent les États-Unis qui menèrent la guerre en Irak, ce furent leurs banques qui développèrent les mécanismes de titrisation, notés par leurs agences de titrisation ; ce furent leur consommation et leur immobilier qui flambèrent à crédit. Et ce fut bien à New York qu'éclata l'orage des *subprimes*.

La comparaison avec l'Europe est en tout point à l'avantage de cette dernière. La politique de la BCE fut un modèle de lutte contre l'inflation. Les autorités monétaires de l'Union refusaient toute concession en dépit des pressions, y compris celles venant de leur propre camp, la France en particulier, au déficit record. Contre vents et marées, l'Union retenait les leçons de l'histoire : l'inflation était bien le plus grand péril qui menace une économie fondée sur la liberté. Toute l'activité serait paralysée par la perte de repère monétaire, le pouvoir d'achat s'effondrerait, les pauvres gens seraient dans la rue ; souvenez-vous de l'Allemagne de Weimar. L'inflation était un incendie que l'on ne maîtrise plus quand on l'allume ; « le dentifrice que l'on ne peut rentrer dans le tube », pour reprendre l'image de Jean-Claude Trichet, le gardien du temple de l'orthodoxie monétaire européenne.

L'Union choisit donc entre le clinquant et l'austère, entre la baisse des taux à tout va et la sagesse monétaire. Tous les jours, les événements lui donnaient

raison, même si la politique du court terme était plus porteuse d'un point de vue électoral. Tous les jours, son attitude méritait d'être saluée, tant elle jouait le rôle de stabilisateur des échanges mondiaux. Si la BCE avait pratiqué la même approche que la Fed, le commerce international aurait imposé depuis longtemps par la dislocation monétaire.

Pour autant, cette attitude vertueuse mit-elle l'Europe elle-même à l'abri des difficultés ? Non. Le découplage des économies n'était qu'une illusion théorique. L'Europe subit elle aussi les calamités financières, de différentes manières.

D'abord, la diversité des situations des États membres conduisit à une entrée en crise disparate. L'endettement était très différent d'un pays à l'autre, en volume comme dans sa composition, en particulier dans la distinction public/privé. Les plus touchés furent ceux ayant un fort endettement ; les premiers affectés provenant d'une forte dette privée, des ménages, comme des entreprises. Néanmoins, « ils ne mourraient pas tous, mais tous étaient frappés » ; la contamination était plus ou moins rapide, mais elle était une fatalité incontournable.

De fait, l'importation des difficultés en provenance de la finance internationale fut graduée ; le système financier européen, dans l'ordre, anglais, allemand, français, espagnol, fut très concerné par les pertes liées aux *sub-primes* autant que par la crise du crédit. Des provisions importantes avaient déjà été constatées par les banques européennes. Et le processus se poursuivit sur une longue période, au fur et à mesure que la contamination faisait son œuvre, y compris dans les petits pays, comme ceux du Nord, avec comme exemple noir, le cas islandais. Si les banques américaines étaient en cause, elles avaient trouvé dans leurs homologues européens des alliés importants, quant à la consommation de produits « toxiques ». Responsabilité américaine dans l'origine de la catastrophe ; responsabilité européenne dans sa propagation.

Comme aux États-Unis, lorsque la finance souffrait, l'investissement, les stratégies de long terme étaient paralysés.

L'Europe prit alors de plein fouet les conséquences de l'inflation provoquée par la fièvre des matières premières ; certes l'euro joua le rôle d'amortisseur, mais la tension fut telle que l'impact finit par être négatif sur le pouvoir d'achat du consommateur européen avec le risque d'engrenage de hausse des salaires et de marges faibles pour les entreprises de la zone. Phénomène amplifié enfin par l'autre effet dollar, la dégradation des positions exportatrices de l'Union, accentuées par une demande générale

morose. Là encore, la crise se diffusa lentement et ses effets se firent sentir pendant des mois : la consommation était la première touchée, mais la compression était suivie par celle des biens d'équipement et des investissements, qui subissaient à la fois la baisse de la croissance et le resserrement du crédit. La récession avait fini par s'installer, elle se matérialisa par le pic de l'automne 2008, l'une des plus terribles situations jamais connue par l'économie mondiale.

## SEPTEMBRE/DÉCEMBRE 2008 : L'EUROPE RÉVÉLÉE AU PLUS FORT DE LA CRISE

Dans ces circonstances exceptionnelles, l'histoire retiendra sans doute plusieurs dates clés quant à la gestion des événements et l'importance cruciale qu'y prit l'Union européenne.

Le moment le plus marquant fut ce week-end d'octobre, à Paris, quand les principaux dirigeants d'Europe entrèrent en conclave avec la perspective d'une implosion imminente, généralisée, du système financier international. Si le factuel est souvent fastidieux *a posteriori*, il doit être rappelé dans ces circonstances précises.

Après l'été de toutes les illusions aux États-Unis, une croissance extraordinaire dopée par l'artifice d'un plan de relance fiscale préélectoral (qui devait déboucher sur la victoire du camp au pouvoir ; ce fut l'inverse, le plan Bush fut donc suivi du plan Obama, aux dimensions encore plus aberrantes, nous reviendrons sur cette question), au début du mois de septembre, soudain, la crise prenait une dimension cataclysmique. Trois week-ends parmi les plus fous de la finance virent le secrétaire d'État au Trésor Henk Paulson et son équipe minuscule, prendre une série de décisions plus incroyables les unes que les autres. D'abord la nationalisation des deux agences géantes Freddie Mac et Fannie Mae, garantissant plus de 5 000 milliards de dollars d'obligations et accusant des pertes évaluées à l'époque à plus de 200 milliards ; puis, en quelques heures, la reprise par Bank of America de Merrill Lynch ; reprise accompagnée de l'abandon de Lehman Brothers, l'autre des cinq joyaux de Wall Street, les banques d'investissement les plus puissantes du monde, ou plutôt l'un des quatre encore en vie après la chute de Bear Stearns en mars 2008 ; abandon en dépit de la proposition de Barclays.

À la suite de cette partie de poker menteur, la tourmente s'emparait des marchés, deux jours plus tard, la nationalisation s'étendait au géant de l'assurance AIG, exigeant un refinancement immédiat par la Fed de 85 milliards de dollars ; les sommes englouties devenaient faramineuses et ne calmaient pas la spirale baissière des marchés, au contraire ; trois jours après, Paulson annonçait en fin de semaine son plan de rachat des actifs toxiques des grandes institutions américaines. Le temps d'un week-end, il sembla que les États-Unis avaient trouvé la parade au risque systémique. Mais, dès le lundi suivant, les sommes engagées par l'État fédéral s'avèrent plus faibles qu'escomptées (plus de 700 milliards de dollars tout de même !) et surtout la mise en œuvre du sauvetage soulevait plus d'interrogations qu'elle n'apportait de réponses à la glaciation générale du monde bancaire. Les marchés traduisaient l'angoisse montante, tant il semblait que, désormais, les États-Unis avaient tiré leurs dernières cartouches. Le conseil de la Fed refusait à son directeur, Ben Bernanke, une autre baisse des taux dont l'inutilité était manifeste, et le monde se trouvait dans l'impasse. La panique s'installait, insidieuse, les particuliers perdaient confiance en la solidité des banques, on retirait ses économies, sa paie, de son compte, pour cacher les billets sous les matelas, la thrombose était proche.

Le salut vint de l'Europe, il faut le dire, à la surprise générale. Alors que l'Union n'avait jamais été considérée ni comme un modèle économique, ni comme un parangon de flexibilité politique, la nécessité fit loi. Ce week-end d'octobre fut celui du retournement, le moment non pas de la fin du tunnel, loin de là, mais celui de la dissipation des craintes les plus noires. Ajouté à l'importance cruciale de la BCE et de l'euro tout au long de la période, ce tournant peut être considéré comme capital.

L'Europe s'y affirmait comme bien plus qu'une force d'appoint. Elle apportait la solution introuvable, elle l'avait fait en s'appuyant sur son identité, c'est-à-dire sur ses faiblesses intrinsèques, transformées comme souvent en avantages spécifiques.

Revenons sur ce sommet de tous les dangers. Nicolas Sarkozy, en charge de la présidence européenne dans cette période clé, rassemblait, à Paris, les dirigeants européens, en particulier de la zone euro, afin d'examiner les solutions à l'impasse. Cette nuit du samedi 11 au dimanche 12 octobre fut vraiment l'un des pics de tension du monde moderne. Les chefs d'État rendus quelques heures à leur vie privée, un dîner avec des artistes, une réunion spéciale avec une équipe de sherpas, avaient tous les visages pâles, tendus, témoignant de la gravité de la situation.

L'Europe fonctionnait pour de vrai, dans son mode étrange, à la fois pluriel autant qu'antagoniste, permettant en ces circonstances exceptionnelles un accord immédiat, au plus haut niveau.

Le Premier ministre britannique Gordon Brown avait été convié, bien qu'en dehors de la zone euro. Il était, parmi tous les dirigeants des grands pays du monde, le seul qui fût issu du milieu bancaire. Il venait avec une proposition précise, dont il n'était pas sûr qu'elle trouverait un quelconque écho auprès de ses collègues, toujours méfiants, et souvent à juste titre, de la singularité volontaire de la diplomatie britannique.

Le plan Brown traitait de front les deux problèmes fondamentaux de la finance mondiale : la recapitalisation massive et nécessaire, après les énormes pertes subies au cours des derniers mois, devait être assurée par les États, les seuls à pouvoir lever les fonds en quantité suffisante ; l'illiquidité du système devait, elle aussi, être assurée par une action publique coordonnée, visant à réintroduire, sous forme de prêts préférentiels, les sommes indispensables au déblocage des échanges interbancaires. Les deux opérations devaient être proposées en simultané, pour tous les pays de l'Union, en dépit des sommes astronomiques qu'elles pouvaient représenter. Cette exigence pouvait même être considérée comme fondamentale, puisque c'était à ce prix seulement, qu'il était envisageable de reconquérir la confiance de l'opinion quant à la pérennité du système bancaire européen d'abord, international ensuite.

À la surprise du Premier ministre anglais, l'accueil reçu par ses homologues européens, dès le samedi, fut des plus favorables. La solution semblait la meilleure, peu importait son coût au regard du précipice vers lequel allait l'économie mondiale. Et comme toujours depuis 1958, l'Union ne s'embarassa pas de discussions inutiles. Les vérifications et différents bouclages techniques furent menés à la hâte et dans la coordination (presque) idéale des grandes administrations centrales, en fin de journée, la conférence de presse pouvait déboucher sur l'annonce du plus grand plan jamais échafaudé pour sauver dans l'urgence un secteur économique majeur. Plus de 1 700 milliards d'euros étaient débloqués, chacun des pays se chargeant des modalités propres aux difficultés propres de sa communauté financière.

Là où les mesures américaines avaient échoué, les Européens étaient parvenus à créer ce choc électrique externe susceptible de calmer le rythme cardiaque de l'économie mondiale. La folle spirale des marchés était enrayée car, enfin, les opérateurs étaient persuadés que les grandes puissances n'abandonneraient pas leurs banques au risque de naufrage collectif.

L'heure était grave mais la réponse avait su prendre la mesure du péril extrême qui un instant avait menacé les échanges internationaux. Le plan était d'ailleurs repris ensuite par les États-Unis.

L'Europe venait de gagner un nouveau statut : celui de sauveur de la planète, à sa manière, dans la pluralité, dans la différence, mais aussi dans le pragmatisme. Restait à savoir que faire de cette extraordinaire victoire politique.

## JANVIER 2009 ET APRÈS : L’AFFIRMATION DE L’EUROPE ?

Le rôle de l'Union avait été incontestable, dans une double période, celle d'une agitation irréprouvable des marchés, et celle d'une vacance du pouvoir pour cause de campagne électorale aux États-Unis.

À partir de ce constat, la réflexion put s'orienter sur la réaction politique qu'il convenait de mener ; relance ou intégration ? Mais aussi sur la place structurelle de l'Union dans les échanges internationaux ; l'euro accessoire ou principal ?

Et enfin sur la construction d'une architecture nouvelle de l'économie financière mondiale ; BCE, exception ou modèle ?

### Relance ou intégration ?

Le péril de l'explosion immédiate écarté, se posait un problème politique majeur. Quelle attitude devait être celle des grands États alors que s'installait une situation durable de récession ? L'Europe, on vient de l'évoquer, avait su démontrer sa pertinence au moment d'un pic de tension. Ce premier résultat n'était pas négligeable, car il était loin d'être évident. Plus difficile encore était la gestion dans la durée qui devait prévaloir pour les trimestres, voire les années suivant l'automne 2008.

Première possibilité, la relance. S'agissait-il au fait d'une option, tant il paraissait difficile à des pouvoirs publics de rester inactifs alors que s'amoncelaient les catastrophes sur les populations les ayant portées au pouvoir ?

L'idée de base était celle d'un financement massif de l'économie par des fonds publics, mais à quel usage ? Il y avait relance et relance en effet. L'accord général européen, porta sur l'intervention de l'État afin d'aider les victimes de la crise, chômeurs en nombre croissant, déshérités ou sans

ressource, connaissant la même augmentation. De même, semblait toujours justifiée la sauvegarde de secteurs économiques jugés fondamentaux, le premier d'entre eux, le secteur financier, ayant été évoqué plus haut.

Ce type d'actions pouvait être classé dans l'expression plus appropriée de *plan de soutien* plus que *plan de relance*. En revanche, la polémique enflait quand il s'agissait de venir à la rescousse d'industries concurrentielles mises à mal par la situation internationale (l'automobile par exemple) mais dont les faiblesses structurelles étaient connues bien avant la dégradation générale.

Les plans pouvaient alors virer au protectionnisme. Cette tendance n'est pas un tabou aux États-Unis, au contraire de l'Europe, qui peut y voir, à juste titre, une entorse majeure à ses principes fondateurs. Sans parler du troisième volet, plus contestable encore, lié à de grands travaux, d'investissements publics, lancés pour soutenir des pans entiers de l'économie. De telles mesures soulevèrent de nombreux débats. Le premier d'entre eux était l'engrenage dangereux qui risquait d'en découler : si les secteurs concernés par le plan prospéraient, ils déstabilisaient le fragile équilibre de l'économie internationale. Prenons l'exemple d'une construction de ligne TGV dans ces circonstances ; les deniers publics n'y seraient pas consacrés à seule fin de permettre une meilleure qualité de transports, mais pour dynamiser les travaux publics en charge de la voie, ou les fabricants de rames et tous les sous-traitants qui se trouveraient concernés. La règle habituelle de la concurrence et des appels d'offres n'aurait plus grand sens, à moins d'accepter des retombées dans d'autres pays que ceux de l'Union, si, par malchance, des sociétés non européennes proposaient de meilleures conditions objectives de réalisation.

Les effets pervers ne s'arrêteraient pas là ; la construction du TGV choisi entraînerait, à terme, de lourdes pertes pour les secteurs non favorisés, le transport routier ou le transport aérien. Bien sûr, ces choix pourraient se justifier dans le cadre d'un développement durable, ils mériteraient alors de longues études et des discussions serrées afin de définir la stratégie européenne à moyen et long terme ; bref, des procédures éloignées d'une réaction immédiate à la situation de crise.

D'autant que le choix politique deviendrait aussi un choix d'opportunités. Consacrer un effort énorme à la construction du TGV, impliquerait le sacrifice des projets alternatifs. Les finances publiques ne sont pas extensibles à l'infini et, là encore, les arbitrages pourraient s'avérer délicats. Pourquoi un TGV et pas un plan campus ? Et pourquoi pas un projet

immobilier social à l'échelle européenne ? Ou bien un vaste équipement hospitalier transnational ou encore une restructuration des conditions d'accueil dans les maisons de retraite ?

Sans compter l'ultime controverse, loin d'être négligeable : la capacité réelle des États européens à financer sur le long terme de telles politiques volontaristes. La dette publique déjà conséquente des grands États de l'Union, n'était pas uniforme comme nous l'avons vu plus haut. La distorsion introduite par une augmentation globale des déficits pourrait s'avérer complexe. Le pacte de stabilité avait encadré cette perspective en indexant la capacité déficitaire de chaque État à son PIB. D'une sortie durable des critères de convergence résulterait un vrai péril surtout quand les responsables politiques succomberaient à la tentation de mesures immédiates, spectaculaires et massives, sans avoir la moindre certitude d'une réelle capacité d'emprunt d'une part, de remboursement d'autre part. D'autant que la situation dramatique de certains pays, l'Espagne, la Grande-Bretagne par exemple, pourrait devenir, à terme, une obligation prioritaire de solidarité, troublant tous les calendriers établis.

Car la correction d'une ampleur inégalée subie par toutes les économies mondiales avait une double conséquence : celle de rendre incertaines les retombées d'injections lourdes de financements publics et de diminuer dans de très fortes proportions les rentrées fiscales. Le creusement des déficits qui devraient en résulter est difficile à anticiper, ils conduiraient à un vrai débat au sein de l'union, entre les vertueux (aux finances équilibrées avant la crise) opposés aux aventureux (flirtant déjà avec l'interdit quand la croissance était toujours présente). Aux États-Unis, l'élection présidentielle 2008 avait tranché. L'équipe sortante avait, avant l'été, lancé une très forte stimulation fiscale (plus de 150 milliards de dollars) ; le président Obama prit la décision d'opter pour tous les records de déficits en assumant à la fois le renflouement de tous les navires en passe de sombrer corps et âmes, y compris les plus conséquents (banques, assurance, automobile, liste non exhaustive...) tout en envisageant une relance à la limite du concevable.

L'Union ne disposait pas d'une pareille faculté de foncer tête baissée (!). Des mesures équivalentes étaient soumises à discussion. Faut-il s'en plaindre ou s'en féliciter ? L'histoire seule permettra de répondre, surtout quand seront connues toutes les conséquences des politiques suivies, et que les interventions européennes, notamment d'un point de vue monétaire, auront été appréhendées avec le recul nécessaire.



## L'euro, accessoire ou principal ?

La gestion par la BCE de la période allant de juillet 2007 à décembre 2008 a d'abord suscité critiques et réserves ; elle a peu à peu rallié de nombreux suffrages, jusqu'à l'hommage appuyé du *Financial Times* envers Jean-Claude Trichet. Le choix salué était à la fois celui d'une stricte orthodoxie monétaire, en ne relâchant pas ses taux de manière inconsidérée, en intervenant fortement sur la liquidité et sur le refinancement bancaire, tout en maintenant une coordination élevée avec les autres autorités monétaires internationales. Ces dernières n'ont justement pas suivi la même politique. Il pourrait en résulter, pour l'institution de Francfort, une sollicitation accrue dans la suite des événements, d'abord au stade européen, puis mondial.

Dans l'Union, les pays n'ayant pas adopté l'euro, en ont tous subi, à des degrés divers, de fâcheuses conséquences. L'exposition au risque de leur système bancaire s'en est trouvée accrue, de même que les répercussions sur leurs économies réelles. D'autant que le refus de l'euro s'est souvent doublé (est-ce un hasard ?) d'une politique aventureuse sur le plan financier et sur celui de la dette publique. Le moment pourrait être venu d'une révision drastique des doctrines et d'une conversion en urgence à la monnaie unique. Tous les pays du Nord sont concernés, y compris l'Islande et sa situation dramatique ; le constat s'étend aux derniers entrants dans l'Union, parfois eux aussi sous le coup d'une position intenable (Hongrie), ou conduits par l'effondrement de leur croissance, à revoir leur aversion de principe aux contraintes de la zone euro ; et surtout se trouve posée la question épineuse de la livre sterling. L'Union ne peut se permettre l'effondrement de sa deuxième (ou troisième désormais) économie. La dette britannique, si elle devait être reprise d'une manière ou d'une autre, dans les finances communautaires, obligerait là aussi l'opinion publique à une décision indigeste : du côté anglais, une capitulation sans condition à l'euro (il faudrait l'espérer en tout cas, pourraient suggérer tous ceux n'ayant pas encore compris les avantages exorbitants obtenus en son temps par Margaret Thatcher) ; sur le continent, l'obligation d'assumer en partie les conséquences d'un endettement exorbitant. Les fourmis allemandes manifestent avec raison leur réticence confrontées à ces cigales anglaises, autant d'ailleurs que les italiennes, espagnoles et françaises. Le temps de la remise à plat peut être très douloureux et devenir une vraie date charnière pour la pérennité de la Communauté européenne.

Mais un autre défi, encore plus grand attend la monnaie européenne : celui que posera, d'une façon ou d'une autre, le roi dollar. Un roi, nous l'avons dit, affaibli, dans des proportions inimaginables, par le déficit public aux proportions abyssales. Une monnaie, redevenue le reflet d'une politique américaine centrée sur sa propre subsistance, tout en demeurant la principale référence des échanges internationaux. « Le dollar est notre monnaie mais votre problème » ; le nouveau secrétaire d'État au Trésor, Tim Geithner, pourrait ajouter : « à vous autres Européens ». Qui, demain, pourrait intervenir dans le concert monétaire mondial, quand il s'agira de sauvegarder l'indispensable représentation de la création de richesse mondiale ? Sans monnaie, pas de commerce ; sans commerce, plus de relations entre les peuples, plus de communications, plus de compréhension, plus d'accompagnements mutuels. Est-il nécessaire de poursuivre sur cette voie ? Elle est claire, elle finit dans l'impasse de l'économie, quand le repli et la conquête supplantent la loi du marché, tempérée ou non.

Cette situation pourrait vite se muer en désastre si les grands pays émergents connaissaient des difficultés importantes. L'Inde est un géant de la sous-traitance, sous-traitance de haute qualité mais sous-traitance quand même. Les difficultés durables des grands donneurs d'ordres occidentaux, américains en particulier, contaminent l'atonie à tout le sous-continent indien. Et les événements terroristes de Bombay de fin 2008 ont démontré la fragilité de cette région à haut risque géostratégique.

Que dire de la Chine, engluée dans une consommation insuffisante et un dramatique ralentissement de sa croissance ? Le déséquilibre social n'est jamais loin dans l'empire du milieu, et loin d'être une solution à l'économie mondiale, la Chine pourrait constituer au contraire une difficulté supplémentaire. Sa politique de relance fondée sur un investissement encore accru est inquiétante. Elle pourrait accélérer l'inadaptation des capacités chinoises à des marchés mondiaux déprimés.

Dans un tel contexte, une régulation pourrait s'avérer indispensable à brève échéance ; les structures actuelles sont impuissantes ; seule une institution de taille suffisante pourrait remédier aux dysfonctionnements provoqués par les soubresauts de la croissance mondiale. La Banque centrale européenne est l'unique alternative à la Fed dans l'état actuel des choses. Elle présente l'avantage de ne pas avoir utilisé tous ses atouts. Sa politique plus tempérée que l'homologue américain lui offre des facultés

d'intervention ; l'approche moyenne européenne en matière de dette globale, notamment en Allemagne, est encore un argument permettant de constituer de l'euro, une vraie valeur refuge.

Cependant, si les Européens et le reste du monde souhaitent exploiter plus avant cette alternative au dollar, il serait nécessaire d'augmenter la masse d'euros en circulation. De ce point de vue, la conversion massive de dettes en monnaie européenne, comme la dette britannique par exemple, constituerait un début de solution. Une vaste politique de levée de fonds gérée par la BCE en serait une autre. Avec deux impératifs : envisager une utilisation au-delà des pays de l'Union, en particulier vers des nations touchées de plein fouet par la dépression d'une part ; et, d'autre part, coordonner davantage les politiques nationales de relances et d'emprunts publics. Ce qui reviendrait à conférer davantage de pouvoir au gouverneur de la BCE. Avant 2008, pareille éventualité aurait suscité levées de boucliers en tous genres. Depuis les lauriers tressés à Jean-Claude Trichet pour sa remarquable gestion, les opinions ont évolué. Il sera nécessaire tout de même d'asseoir, autour de la table de négociation, l'ensemble des acteurs, y compris les autorités américaines. L'influence de ces dernières s'en trouverait remise en cause. Il s'agit d'une évolution obligée, anticipation de celle, plus définitive, touchant la redéfinition de l'architecture financière internationale.

## BCE, exception ou modèle ?

Formuler de cette manière la réflexion autour d'une organisation inédite de la finance mondiale revient à faire de l'Union un acteur majeur dans le processus. Cette perspective est loin d'être évidente. Elle suppose que soient réunies un certain nombre de conditions.

La première tient donc aux concessions que pourraient accepter les autorités américaines. Acteur central de la finance mondiale, les États-Unis veulent éviter à tout prix de répondre de leur responsabilité collective dans les origines et le développement de la crise. De ce point de vue, les procès justifiés certes, mais insuffisants, de la finance de marché, des agences de notation ou des *hedge funds*, ressemblent plus à des nuages de fumée destinés à éviter l'ouverture des vraies réflexions qu'à une promesse de règlement pour le long terme des incohérences nombreuses révélées par les événements. La technique du bouc émissaire permet d'éviter l'attaque des vraies racines du mal.

L'une d'elles, et non des moindres, pourrait être résumée par la consanguinité endémique de la finance, de la régulation, de l'administration et du personnel politique américains. S'il en était besoin, l'automne 2008 a souligné la dépendance extrême de l'équilibre économique mondial vis-à-vis du tuteur américain : alors que la crise prenait des proportions jamais vues jusque-là, la vacance du pouvoir aux États-Unis, en raison du calendrier électoral, paralysait le système international. Ne revenons pas sur l'aberration des décisions prises au cours de ces semaines dramatiques, retenons surtout la faiblesse insigne d'une organisation mondiale n'ayant d'autre alternative que de subir les avatars du fonctionnement interne d'une seule nation, importante, il ne s'agit pas d'en disconvenir, mais d'abord concentrée sur ses questionnements internes.

Ce type de diagnostic, l'Europe le connaît bien, elle a été conduite à le formuler à plusieurs reprises, notamment quand l'économie allemande d'avant la réunification était devenue la locomotive incontestée de l'Union. La réponse qui en a découlé pourrait servir de modèle : la BCE est un organe supranational, indépendant du pouvoir politique, auquel sont assignés une mission précise et des moyens en adéquation. N'est ce pas la préfiguration d'un modèle mondial qui pourrait s'inspirer des mêmes caractéristiques ?

L'idée a été reprise pendant l'automne 2008. Il est paradoxal que son promoteur ait été le Premier ministre du Royaume-Uni, qui refuse avec constance la tutelle de la BCE. Il est vrai que Gordon Brown reprenait à son compte une vieille idée, portée par son pays et son lord amiral, Sir John Maynard Keynes, lors de la conférence de Bretton Woods en 1944. Le FMI aurait pu devenir la Banque centrale mondiale indépendante, si le plan américain n'avait triomphé à l'époque. L'Histoire ménage ainsi de curieux coups d'accordéon. Toujours est-il que la proposition n'est pas dénuée de sens. Le système financier international a besoin d'une autorité supérieure unifiée ; et celle-ci doit être plus puissante qu'une instance de régulation des marchés. Ses pouvoirs doivent s'étendre non seulement aux acteurs privés, mais aussi aux États, dont les politiques, disparates, s'avèrent être facteurs de graves désordres monétaires.

Notons au passage que les consultations engagées autour de la régulation américaine aboutissent à cette même conclusion ; à ceci près que la seule banque centrale concernée serait la Fed, qui prendrait dans son giron

l'ensemble des structures régulatrices étasuniennes, au premier rang desquelles la SEC (Securities and Exchange Commission), créée après la crise de 1929, mais dont les défaillances ont été trop nombreuses en 2007 et 2008.

Si l'on devait résumer, on pourrait considérer que les États-Unis ont raison, mais ne vont pas assez loin. Leur système doit être converti en mode supranational, avec, entre autres, une SEC mondiale chapeauté par une Banque centrale mondiale, en accord avec la proposition de Gordon Brown.

Outre la perte de suprématie qui doit être acceptée par les Américains, trois conséquences majeures découleraient de cette organisation nouvelle.

La première serait une augmentation très significative des participations financières aux réserves de ce nouveau FMI. Gordon Brown, en visitant d'abord la Chine, puis les émirats, cherchait déjà la création d'un vrai fonds d'intervention mondial de plusieurs trillions de dollars. La crise de 2008 a démontré que seule cette unité a un réel espoir d'impact quand se révèlent des dérèglements à l'échelle de la planète. L'Union pourrait y contribuer par le biais de la BCE ; la Fed devrait en faire de même.

Deuxième conséquence, en termes de gouvernance, le nouveau FMI pourrait devenir le *board* des banques centrales mondiales. Et son directeur en serait l'émanation, avec la possibilité pour toutes les nations, y compris émergentes, d'espérer occuper ce poste. En termes concrets, l'exclusivité européenne à la tête de la Banque centrale mondiale n'aurait plus de légitimité, et les Chinois, en particulier, pourraient proposer des candidats à ces responsabilités auxquelles ils aspirent.

Troisième conséquence, la plus délicate, en même temps que logique en fonction de ce qui précède. La nouvelle organisation mondiale devrait aller plus loin que l'Union, en construisant, auprès de l'exécutif, un vrai pouvoir judiciaire, qui – entre parenthèses – fait défaut à l'Europe. Les codes de bonne conduite ne suffisent pas ; il doit être possible de sanctionner les contrevenants. La transparence qui devrait constituer l'axe majeur d'une régulation mondiale sera, à n'en pas douter, complexe et coûteuse. Il existera, il existe déjà, de nombreuses réticences à sa mise en œuvre. La base du contrat de participation à la nouvelle architecture mondiale devrait être un engagement sans réserve des acteurs privés comme des acteurs publics à un processus de communication clair des engagements et des risques pris. Tout écart à ce contrat devrait donner lieu à des sanctions fortes et immédiates. Seul un nouvel organe puissant aurait la capacité d'y parvenir.

Ce dernier aspect, en particulier, est loin d'être acquis. Une Europe forte, claire dans ses objectifs, ayant accompli un chemin important dans ce sens avec la création sur son sol de la Cour de justice européenne, des tribunaux pénaux internationaux et de la Cour pénale internationale, pourrait s'avérer un acteur fondamental en faveur d'une telle évolution ; d'une telle révolution.

Car, pour que des catastrophes économiques comparables à celles de 2007, 2008 et suivantes ne se renouvellent pas, il sera nécessaire, indispensable d'accepter des mesures radicales.



## N'ayez pas peur...

JACQUES-HENRI DAVID

Comme tous les auteurs de ces « regards croisés » l'ont souligné, la crise que nous traversons aujourd'hui est sans doute la crise la plus grave de toutes celles que nous avons connues depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Comme ils l'ont également relevé dans leur grande majorité, cette crise est nouvelle parce qu'elle est la première crise vraiment globale depuis celles des années 1930, mais ses origines, ses racines, elles, sont classiques et bien connues. Pour faire simple et au risque d'être lapidaire, j'en retiendrai trois principales, toutes évoquées sous des angles divers dans les articles regroupés dans le présent ouvrage :

- ▶ la première, c'est le relâchement général du contrôle des risques de crédit par les banques, le cas le plus patent ayant été, bien sûr, celui du secteur des *subprimes* immobiliers américains. Ce relâchement a été d'autant plus grave que, d'une part, il a été accompagné d'une absence de *pricing* du risque par les établissements bancaires comme par les marchés, et que, d'autre part, le développement de la titrisation et des marchés de produits dérivés a donné aux banques le sentiment qu'elles pouvaient aisément sortir leurs risques de leurs bilans ;
- ▶ la deuxième cause de la crise actuelle est une dérive de l'endettement et un effet de levier jamais vus auparavant, ni dans le secteur bancaire, ni dans le secteur financier. C'est la conséquence d'une régulation insuffisante et mal adaptée des activités des banques, et notamment des banques d'investissement américaines. C'est aussi la conséquence du développement de la titrisation qui a, d'une certaine façon, permis de multiplier les financements sans adossement en fonds propres ou en tout cas avec une base de fonds propres particulièrement limitée ;



- la troisième explication, c'est la dissémination généralisée du risque à travers la vente de multiples produits structurés, et sa diffusion dans de nombreuses classes d'actifs financiers, qui, bien que souvent notés AAA par les agences de notation, se sont révélés moins sûrs et plus risqués qu'annoncés, ce qui a provoqué une crise de confiance sans précédent depuis soixante-dix ans envers l'ensemble des acteurs du secteur bancaire et financier.

Confrontés à la dislocation subite des marchés après la faillite de Lehman Brothers en septembre dernier, les pouvoirs publics, partout dans le monde, gouvernements et banques centrales, ont, fort heureusement, réagi vite et avec beaucoup de pragmatisme.

Leur première urgence a bien sûr été de circonscrire et de maîtriser l'incendie, pour restaurer un minimum de confiance dans le système : interventions massives sur le marché de la liquidité bancaire, garanties plus ou moins étendues des dépôts et/ou des opérations interbancaires, nationalisation totale ou partielle d'établissements en situation critique, confirmation solennelle du fait que, quels qu'en soient les modalités ou les moyens, ils soutiendraient et consolideraient autant que nécessaire leurs secteurs bancaires afin d'assurer la continuité du financement de l'activité économique.

La situation n'est pas encore revenue à la normale, c'est clair, mais il est clair aussi que le pire a été évité.

La seconde préoccupation des pouvoirs publics, et c'est maintenant la priorité de leur action, là encore partout dans le monde, c'est de relancer la machine économique et d'éviter une récession durable, voire une déflation. Pour cela il faut d'abord et avant tout faire en sorte que l'inévitable *deleveraging* du secteur financier n'entraîne pas une pénurie grave de crédits et de financements et un étouffement des entreprises. C'est ce qui explique à la fois la multiplicité des interventions en faveur des institutions financières, et aussi la pression mise sur les banques et leurs dirigeants. Et puis, il faut aussi soutenir directement l'investissement et la consommation dans les pays développés comme dans les pays émergents. Là aussi, les initiatives sont spectaculaires, par le montant des dépenses publiques annoncées (800 milliards de dollars aux États-Unis, 600 milliards de dollars en Chine, 200 milliards dans la Communauté européenne, autant dans les pays du Golfe, etc., etc.), par l'ampleur de la mobilisation internationale sur le sujet et par la rapidité des décisions prises, baisses de taux d'intérêt par les banques centrales, garanties et financements publics mis en place notamment.

Enfin, il faut également, même si cela est moins spectaculaire, prendre les décisions nécessaires pour éviter que l'on refasse demain les mêmes erreurs qu'hier. C'est pourquoi il faut revoir les modalités de la régulation prudentielle bancaire et financière.

Les régulateurs bancaires, comme ceux des marchés financiers, ont en effet collectivement mal apprécié et mal anticipé les conséquences qu'avaient les innovations financières, titrisation et produits dérivés, notamment sur les activités qu'ils avaient la charge de contrôler et d'encadrer.

Je ne crois pas qu'il faille révolutionner le contrôle bancaire. Les principes de base du contrôle des opérations bancaires doivent rester ce qu'ils sont, encadrer les risques de liquidité et de solvabilité pris par les établissements de crédit, mais il faut adapter les modalités de ce contrôle pour tenir compte de toutes les opérations initiées par les banques et de tous les risques qu'elles peuvent encourir du fait de ces opérations, y compris bien sûr les opérations hors bilan ou les opérations titrisées, dès lors que le risque n'a pas été transféré de façon certaine et traçable.

Il faut, par contre, très certainement revoir en profondeur les principes et les modes opératoires du contrôle et de la régulation des opérations de marchés. L'innovation financière de ces dernières années a en effet engendré de nouveaux produits, les fameux dérivés de crédit, négociés pour l'essentiel de gré à gré hors des marchés réglementés, qui ont de fait échappé à tout contrôle. Et c'est une des raisons des dérives constatées. Il ne s'agit pas bien sûr de mettre fin aux techniques de titrisations, qui sont de bons outils de financement pour les établissements financiers comme pour les entreprises, mais, pour éviter les dérives, il faut que les échanges de produits titrisés, et plus généralement les échanges de produits dérivés, se fassent à l'avenir sur des marchés organisés et régulés, de façon à assurer la liquidité de ces marchés et la solvabilité des intervenants.

Enfin, et pour prendre un peu de recul au moment de conclure, je voudrais dire que, pour moi, la crise actuelle signe la fin d'une période exceptionnelle : celle de l'euphorie d'une économie mondiale dopée à l'endettement. Quelle que soit l'évolution de la crise dans les mois qui viennent, nos comportements resteront, j'en suis convaincu, durablement marqués par les séquelles du choc que nous venons de subir. Je ne doute pas que tous – banquiers, entrepreneurs, investisseurs, particuliers aussi – seront à l'avenir beaucoup plus attentifs aux risques engendrés par les excès d'endettement. En fait, le temps de l'euphorie est passé et il nous faut retrouver des bases saines sur lesquelles on pourra redémarrer un nouveau cycle de croissance. Cette

correction est en cours. Elle n'est certes pas terminée, mais on a déjà fait pas mal de chemin sur la voie de la rédemption : cela fait plus d'un an déjà que le *deleveraging* est enclenché avec plus de 1 000 milliards de dollars de pertes déjà constatées dans les bilans bancaires. Les relances publiques sont elles aussi aujourd'hui engagées ; il y a encore dans le monde beaucoup de liquidités prêtes à s'investir et il y a toujours autant de besoins à satisfaire dans les pays émergents comme dans les pays développés. Je crois donc pour ma part que, dès que le secteur bancaire sera en mesure de relâcher les freins, nous pourrons sortir, peut-être même plus vite que nous ne le pensons, de la situation dans laquelle nous sommes enlisés.

Pour conclure, rappelons-nous le propos de Roosevelt en 1932, juste après son élection, lorsqu'il a appelé l'Amérique au sursaut en disant à ses concitoyens que la seule crainte qu'ils devaient avoir, c'était d'avoir peur. « *The only thing we have to fear is fear itself.* » C'est exactement le sentiment qui est le mien aujourd'hui. C'est pourquoi, je terminerai mon propos en reprenant l'exhortation de Jean-Paul II, lors de son intronisation, aux jeunes chrétiens un peu déboussolés par l'évolution du monde. « N'ayez pas peur » leur a-t-il dit. C'est ce même message qu'il nous faut relayer aujourd'hui auprès de la communauté des affaires.

# Index

## A

Actifs financiers, 23, 27-29, 68, 75, 84, 95, 201, 203, 209, 213, 216, 218, 280  
Afrique, 84, 109, 133  
Agences de notation, 15, 18, 33, 43, 50, 54, 56-59, 68, 87, 94, 97, 100, 140, 142-143, 152, 174-175, 188-189, 198, 215, 217, 229, 254, 257, 274, 280  
Aléa moral, 25, 46-47, 54, 66-68, 72, 83, 215-216, 218  
Allemagne, 70-71, 111, 115, 123, 155, 219, 255, 274  
Angleterre, 70, 115, 125  
Anticipation, 28, 57, 69, 75-76, 79, 182, 187, 212, 217, 274  
Arabie Saoudite, 107  
Asie, 24, 29, 83, 126, 185, 189, 201  
~ du Sud-Est, 82, 115  
Asymétrie d'information, 53-54, 80, 87  
Autorégulation, 34-35, 137, 140, 142-143, 154  
Autorité des marchés financiers (AMF), 244

## B

Baisse  
~ de la croissance, 266  
~ des taux, 264, 267  
~ des taux d'intérêt, 27, 47-48, 256  
Bâle-I, 70, 152, 202-203, 208, 210  
Bâle-II, 70, 141, 152, 207-210, 216, 218, 235-236, 256  
Banque  
~ centrale, 28-29, 47, 72, 84, 86, 197, 209-210, 218-219  
~ centrale européenne (BCE), 185, 218-219, 231, 233, 264-265, 267, 272-276  
~ centrale mondiale, 275-276

~ de dépôt, 64, 66, 86, 212  
~ des règlements internationaux (BRI), 70, 209  
~ mondiale, 129, 184  
~ universelle, 207, 258  
Bear Stearns, 50, 188, 196, 254  
Bernanke Ben, 40, 208, 267  
Bouc émissaire, 47, 165, 274  
Brésil, 42, 82, 179, 185, 190, 263  
Bretton Woods, 50, 52, 72, 85 (nouveau), 106, 186, 208, 217, 221, 275  
Brown Gordon, 268, 275-276  
Bulle, 23-24, 29, 33-34, 39, 41-42, 47, 72, 216, 218  
~ boursière, 226  
~ d'endettement, 24  
~ de crédit, 25, 204, 227  
~ des « dot.coms », 201  
~ financière, 43, 49, 52, 209, 226  
~ immobilière, 197, 201, 225-229, 252-253  
~ Internet, 18, 42, 115, 197  
*Business ethics*, 137

## C

Caisse des Dépôts, 185  
Canada, 183  
Capitalisme éthique, 135, 143  
CDO, 44, 56-57, 59-60, 64, 100, 114, 197, 254  
CDS, 64, 100  
Chine, 24, 42, 71, 83-84, 106-108, 115, 129, 179, 185, 187, 190, 221, 249, 252, 262-263, 273, 276, 280  
Cohésion sociale, 182, 184, 186-187, 190  
Commission Croissance et développement, 184  
Communauté financière, 40-47, 153, 248  
~ internationale, 41, 48-49, 51, 65

- Communication financière, 161, 171, 173-174, 176-177
- Confiance (restauration de la), 142, 248
- Conseil économique et social (CES), 182-183
- Consumérisme, 136
- Coopération internationale, 64, 71-72, 176, 235
- Corée, 183, 185
- Créances hypothécaires, 195
- Credit crunch*, 79, 117-118
- Crédits hypothécaires, 34, 93-94, 114
- Crise
  - ~ de confiance, 121
  - ~ de la réglementation, 193
  - ~ de liquidité, 69, 121, 124, 173, 208, 219, 233, 237
- Croissance, 40, 80, 119, 151, 182, 186-187, 201, 264
  - ~ de l'économie, 77
  - ~ de l'endettement, 83
  - ~ de l'Europe, 226
  - ~ des États-Unis, 112, 226
  - ~ des financements, 228
  - ~ des inégalités intergénérationnelles, 226
  - ~ des investissements, 118
  - ~ économique, 197, 199
  - ~ fausse croissance, 225
  - ~ industrielle, 111
  - ~ mondiale, 24, 109, 187, 205, 273
- Cybercriminalité, 186
- Cycle financier, 40-42, 217
- D
- Délocalisation, 123, 180
  - ~ des capitaux, 138
- Déontologie, 135-137, 145-146, 150-153, 167, 186-187
- Déréglementation, 35, 184
  - ~ des marchés, 136
- Dérégulation, 35, 112, 137, 172, 207
  - ~ des marchés, 136
- Désir de morale, 157
- Destruction de valeur, 225
- Dette publique, 75, 226, 271-272
- Dirigeant chevalier, 168
- Discipline de marché, 207, 211, 220, 253
- Dispersion des risques, 213-214, 253
- Dumping* salarial et social, 180
- Dysfonctionnements du système de régulation, 254
- E
- Effet de levier, 25, 64, 66-67, 69, 72, 78, 86, 113, 116, 253, 279
- Emploi, 182, 186-187
- Emprunteurs, 53-58, 60, 67-68, 80, 172, 213
- Endettement, 47, 78, 265, 272, 279, 281
  - ~ des ménages, 196
  - ~ privé, 23
  - ~ public, 23, 29, 38
- Espagne, 201
- États-Unis, 24, 29, 64, 70-72, 84-85, 105, 107-109, 115, 155, 172, 183, 185, 190, 201, 221, 229, 235, 252, 254-255, 275, 280
- Éthique, 41, 99, 116-117, 132, 136-137, 141, 145-149, 151, 153, 156-158, 160, 189
- Europe, 70, 108, 115, 118, 124-126, 177, 183, 189, 207, 229, 233, 238, 263, 265-270, 275-277
- Évaluation
  - ~ de la qualité, 175
  - ~ des risques, 56, 176
- F
- Faillite des dirigeants, 156
- Fair value*, 238-244, 246-247, 249-250, 256
- Fannie Mae, 194-196, 199, 228, 266
- Fed, 65-66, 68-69, 72, 197, 199, 218, 252, 264-265, 267, 273, 275-276
- Fédération nationale des cadres dirigeants (FNCD), 161-162
- FFA, 132-133
- Finance
  - ~ comportementale, 53, 59
  - ~ globale de marché, 73, 79-81, 85-86, 88

FMI, 63, 72, 82-83, 129, 176, 189, 201, 226, 229, 235, 275-276  
 Fonds souverains, 48, 84, 185, 252  
 France, 70, 108, 111-113, 115, 118, 124, 150-151, 177, 219, 235, 249, 255, 264  
 Francophonie économique, 129-130  
 Freddie Mac, 196, 199, 228, 266

## G

G20, 63, 88, 109, 237, 256, 261  
 Gestion des risques, 172, 209, 215, 248, 258, 260  
 ~ sociaux, 143  
 Globalisation, 73-74, 79, 81, 130-131, 133, 202  
 ~ des transactions, 240  
 ~ financière, 41  
 Gouvernance, 121, 127, 130, 140-141, 150, 159, 161-163, 165, 177, 199, 231, 235, 247-250, 276  
 ~ des banques, 220  
 Grande-Bretagne, 64, 155, 201, 253  
 Greenspan Alan, 40, 112, 196-198, 208, 221  
 ~ *put*, 47, 231  
 Guerre froide économique, 179-181, 184, 187

## H

*Hedge funds*, 42, 64, 66, 78, 141, 188, 198, 201-202, 229, 274  
 Hongrie, 189, 272  
 Hors bilan, 64, 214, 240 (engagements), 281 (opérations)

## I

IAS, 141, 238  
 IASB, 220, 245-246  
 IFRS, 96, 141, 218, 220, 235-236, 238-240, 242-243, 246, 250  
 Inde, 42, 106-108, 123-125, 129, 179, 190, 262-263, 273  
 Industrie  
 ~ de l'externalisation, 123, 128  
 ~ de service, 122  
 Inflation, 26-28

Information financière, 172-173, 175-176, 218, 245  
 Injection de liquidité, 24, 26  
 Innovation, 281  
 ~ financière, 54, 118, 142, 182 (brevetage des), 196, 199, 202-205, 211, 258, 260  
 Instabilité, 23, 67, 79, 81, 86, 88, 180, 236  
 ~ systémique, 82  
 Intelligence économique, 179, 181-184, 190  
 Interventionnisme, 38, 184  
 Iran, 105-109  
 Irresponsabilité, 34, 154  
 Islande, 189, 208, 272  
 Israël, 107-108, 183  
 Italie, 70, 123

## J

Japon, 71, 183, 189, 226  
 JP Morgan, 50, 188, 196  
 Juste valeur, 219, 238-241, 244-248, 256

## K

Kerviel Jérôme, 234  
 Keynes John Maynard, 43, 75, 78, 147, 217, 275  
 Keynésianisme, 31

## L

Leeson Nick, 234  
 Lehman Brothers, 49-50, 63, 66, 68, 188, 196, 231, 254, 266, 280  
 Libéralisme, 33-38, 117, 147, 199  
 Loi sur la sécurité financière, 150

## M

Maastricht, 125  
 Madoff (affaire), 157, 254  
 Management, 53, 139, 149, 151, 159, 165, 167  
 Marché interbancaire, 43, 68, 202-203, 220, 254-255  
*Mark to market*, 114, 198, 238, 256, 262  
 Maroc, 124  
 Mauvais risque, 215

- Merrill Lynch, 188, 266  
Méthodes d'évaluation, 174, 242, 244-245  
Métier de dirigeant, 155, 157, 161  
Modèle  
~ d'évaluation, 65, 95  
~ prudentiel de marché, 210-211  
Modélisations mathématiques, 89, 92  
*Monolines*, 64  
Morale des affaires, 136  
Moyen-Orient, 106, 109
- N**  
Néo-libéralisme, 136  
*New Deal*, 193-194  
Normes comptables, 123, 141, 198-199, 219-220, 235, 237-239, 246-247, 249-250, 254, 256, 262  
Northern Rock, 47, 188, 212, 253-254
- O**  
Obama Barack, 109, 266, 271  
OCDE, 130  
Opep, 129  
Opinion, 76, 129, 132, 138, 143, 155-157, 159, 161, 165-167, 177, 225, 268, 272  
Optimisme de marché, 57, 59-60, 207  
Organisation Internationale du Travail (OIT), 180  
Organismes régulateurs, 64
- P**  
Pakistan, 108  
Paradis  
~ fiscaux, 86, 138, 186, 190, 235  
~ prudentiels, 235  
Paris (Place de), 251-252, 254-262  
Paulson Henry, 267  
~ plan, 115, 213, 255  
Philippines, 124  
Plan Medef-Afep, 156  
PME, 113, 182-183, 185, 259-260  
Politique  
~ monétaire, 74, 76-77, 79-80, 83, 193, 197, 210, 219 (instruments de), 221, 233  
~ sociale, 33, 106 (absence de)
- Prêteurs, 53-55  
~ à taux fixe, 80  
~ hypothécaires, 203  
Prêts hypothécaires, 67, 172  
*Private equity*, 202  
Protectionnisme, 51, 71, 85, 217, 270
- Q**  
QSE (dispositifs de), 139
- R**  
Récession, 24-25, 79, 82, 85, 263, 266, 269  
~ mondiale, 188  
Réforme  
~ de la régulation bancaire, 48  
~ prioritaire, 234  
Régime  
~ de croissance, 23-24, 29  
~ macro-financier, 23-24, 28-29  
Réglementation, 67, 85, 87 (renforcement de la), 152, 193, 199-200, 202, 204, 218, 256-257  
~ bancaire, 203  
~ comptable, 244  
~ prudentielle, 89, 100, 210  
Régulation, 28, 35, 37, 43, 64, 136-137, 142-143, 152, 165-166, 184-188, 204, 207, 215, 235, 237, 248, 257-258, 260, 273, 275, 279  
~ de la liquidité, 65  
~ des marchés, 64, 256, 259, 261, 275  
~ européenne, 261  
~ internationale, 221  
~ mondiale, 153, 276  
~ prudentielle, 208, 229, 281  
Responsabilité sociale, 135, 138, 141, 161  
Risque systémique, 65, 175-176, 202-203, 208, 211, 214-215  
Roosevelt Franklin, 72, 194, 198, 282  
Roumanie, 124  
Royaume-Uni, 108, 124, 212, 255, 275  
RSE, 138, 141  
Russie, 42, 70, 82, 107-109, 179, 189-190, 262-263

## S

Sanctions, 28, 47, 137, 139, 143, 152, 276  
 ~ absence de, 148, 150

Sarkozy, Nicolas, 255, 262, 267

Securities and Exchange Commission  
 (SEC), 66, 244

Sicav, 66, 114, 188, 220

Smith, 116, 147, 219

Sociétés d'évaluation financière, 140

Structuration de crédit, 225-226

*Subprimes*, 33, 41, 43-46, 55-58, 60, 63,  
 66-67, 87, 121, 135, 145, 187, 189, 196-  
 199, 211, 215, 236, 251, 253, 264, 279

Supercapitalisme, 159

Sur-réglementation, 37

## T

Taux de défaillance, 198

Thatcher Margaret, 124, 272

Titrisation, 34, 41, 45, 54-56, 64, 66, 112-  
 114, 116, 173, 195-197, 202-203, 211-  
 212, 214, 234, 252-254, 264, 279, 281  
 ~ de masse, 225-226

~ des créances, 25

~ des crédits, 44, 54

~ des crédits hypothécaires, 97

Tobin (taxe), 234

Tout-libéralisme, 184

Transparence, 151, 159, 161 (demande  
 de), 171-177, 187, 204 (absence de),  
 210, 219-220, 234, 238, 243 (objectifs  
 de), 276

~ de l'information financière, 162

~ des échanges, 137

~ des marchés, 143

Tribunal de l'opinion, 157-158, 166

Trichet Jean-Claude, 40, 264

Turgot Anne-Robert-Jacques, 33, 36-37,  
 147

## U

UBS, 188

Ukraine, 189

Union européenne, 85, 138, 219, 238, 255,  
 263, 266, 276

## V

Valeur

~ de marché, 219-220, 241-242, 244,  
 247

~ travail, 164

Valeurs morales, 148, 152, 160

Volatilité, 51, 74, 92, 93 (parabole de la),  
 95, 174 (diminution de la), 189, 242  
 (induïte)

## W

Wall Street, 266

## Z

Zone euro, 125, 267-268, 272



Composé par Nathalie Bernick  
Achévé d'imprimer :

N° d'éditeur : XXXX  
N° d'imprimeur :  
Dépôt légal : mars 2009  
*Imprimé en France*



## UNE RÉFLEXION PLURALISTE POUR PRÉPARER L'APRÈS-CRISE

La crise financière et ses conséquences prévisibles sur le monde vues par les experts du Cercle Turgot. En s'appuyant sur d'autres sciences et sur leur propre expérience de chefs d'entreprise et de dirigeants, les spécialistes du Cercle Turgot livrent dans cet ouvrage leur lecture de la crise. Ce faisceau de différents regards offre des pistes de réflexion inédites et pointues, riches de perspectives nouvelles pour le XXI<sup>e</sup> siècle.

Le Cercle Turgot rassemble les meilleurs experts du monde de la finance. Universitaires, dirigeants d'entreprises et d'institutions illustres, auteurs des best-sellers économiques du moment, tous les acteurs de la finance sont rassemblés dans cette entreprise inédite coordonnée par Jean-Louis Chambon, fondateur et président d'honneur du Cercle Turgot.