



# RÉSORBER LES VULNÉRABILITÉS DU SYSTÈME FINANCIER

JEAN-PIERRE JOUYET \*

**D**ix ans après les plaidoyers prononçant la fin de l'histoire par l'alliance du libéralisme politique et de l'économie de marché, les crises financières internationales (Asie, Russie), les failles du gouvernement d'entreprise révélées notamment par l'affaire Enron, l'effondrement des places boursières, la faillite d'États (Argentine) relancent le débat et conduisent à s'interroger. L'idée d'un capitalisme non plus seulement victime de chocs exogènes ou d'imperfections marginales, mais malade de lui-même se diffuse. Cette théorie séduisante est-elle, pour autant, fondée ?

Il est vrai que dans les domaines les plus concernés - gouvernement d'entreprise et marchés financiers -, les crises subies touchent au cœur du système, là où le jeu de l'offre et de la demande définit la création de valeur. C'est bien sûr le cas des marchés boursiers. C'est encore le cas de la dette des États pour laquelle la libéralisation des mouvements de capitaux s'est accompagnée de la création d'un marché global. C'est toujours le cas pour le gouvernement d'entreprise : la priorité quasi absolue accordée à la rentabilité de la valeur actionnariale, la *share holder value*, a rapproché très étroitement la gestion de l'entreprise du capitalisme le plus libéral.

Sans recul, il est ainsi aisé de voir dans les crises qui ont affecté ces différents fondements plus qu'une succession fortuite, mais un véritable enchaînement. Et de déclarer le capitalisme victime de lui-même. Mais l'équation est peut-être trop rapide : notre esprit cartésien espère toujours ramener les phénomènes à l'élémentaire alors que la complexité est inhérente à la globalisation politique et économique. En réalité, il faut éviter toute conclusion hâtive et examiner les causes multiples de l'instabilité financière. Elles sont détectables, elles sont

\* Directeur de Trésor.



neutralisables. Résorber les vulnérabilités du système financier est la voie à suivre pour restaurer la confiance et confirmer l'économie de marché.

L'architecture financière globale est le premier pilier du capitalisme à avoir été ébranlé. Au cours des années 1980, la libéralisation progressive des mouvements de capitaux a été une opportunité pour les pays émergents de financer leur développement. Cette libéralisation financière a pu se transformer en dangereux mirage. Les crises nées de cette évolution pouvaient avoir des origines locales ou spécifiques détectables, mais leur répétition, leur caractère systémique, leur gravité ont - heureusement - conduit la communauté internationale à s'interroger sur l'architecture d'ensemble.

### *L'ARCHITECTURE EN QUESTION*

À la suite de la crise asiatique, la première exigence a été d'affirmer et d'adapter le rôle du FMI pour stabiliser les marchés. Élaborer des stratégies d'insertion progressive des pays émergents dans les marchés de capitaux s'est imposé comme une priorité. Une insertion réussie, c'est un risque de crise ultérieure réduit. En même temps, le renforcement du secteur financier national, grâce à une bonne coopération entre le FMI et le pays, a été perçu comme un préalable à une plus grande ouverture financière dès lors que cette stratégie s'appuyait sur une politique économique et sociale cohérente et cohésive. L'appropriation des politiques prônées par les IFI's était nécessaire pour garantir la crédibilité démocratique des réformes.

Dans cette perspective, renforcer la transparence de l'action du FMI et des priorités du pays concerné est devenue une exigence incontournable. Cette transparence, le dialogue, sont la clef de la confiance à l'égard des marchés financiers. Mais transparence, dialogue sont - ne nous le cachons pas - perçus comme une contrainte : le pays y voit une surveillance accrue, le Fonds une limitation à sa marge de manœuvre. Pourtant rien de solide ne bâtira l'avenir sans ce « pacte de transparence » à laquelle la France est tant attachée dans l'ordre financier international.

La qualité de la surveillance et l'efficacité des instruments d'actions du Fonds doivent certainement être améliorées. L'une ne va pas sans l'autre. Il n'y a pas de bon remède sans diagnostic précis. Il n'y a pas d'action cohérente et durable sans ressources suffisantes. C'est pour cela que les débats sur la transparence des rapports du Fonds, sur ses modes d'intervention et sur ses ressources disponibles sont au cœur de la nouvelle architecture financière internationale.

*L'IMPLICATION DU SECTEUR PRIVÉ RESTE UNE PRIORITÉ*

La France a logiquement fait de l'implication du secteur privé un thème prioritaire, au cours de sa présidence du G8, des travaux des ministres des Finances. Les financements à l'origine des crises sont de plus en plus privés. Il n'est ni légitime, ni réaliste de résoudre les crises financières avec les seules ressources publiques.

Le débat a tendance à se polariser sur les modalités d'intervention. Faut-il des interventions ordonnées par voie juridictionnelle ou d'arbitrage - c'est ce que propose le FMI à travers le mécanisme de restructuration des dettes souveraines (SDRM) ? Ou bien faut-il, comme le préfèrent les acteurs privés, laisser jouer le contrat quitte à renforcer les règles de majorité ou de solidarité collective entre les parties - c'est l'objectif des clauses d'actions collectives (CAC's) ?

Le débat n'est pas aisé à trancher. Les pays émergents, tout d'abord, rejettent dos-à-dos les CACs et le SDRM craignant que ces deux dispositifs restreignent et renchérissent le coût de leur accès aux marchés : où serait, alors, le bénéfice d'une innovation stabilisatrice mais malthusienne ? Des faits récents plaident pourtant le contraire. S'il n'existe pas de réponse absolue à cette objection, l'émission souveraine réalisée en mars par le Mexique, incluant des CACs, a entraîné une réaction plutôt favorable des marchés. Des études approfondies renforcent cette vision optimiste. Reste à régler la question de l'incitation.

Deuxième point dur du débat : le SDRM serait opposé à la logique de marché. Certains de nos partenaires y voient une construction théorique savante mais rigidifiante. Derrière cette critique, c'est l'idée même de régulation qui est visée. Pour nous, la régulation ne doit pas être opposée à la logique de marché ; et le SDRM n'a jamais été dans notre esprit une sorte de cour suprême des dettes souveraines !

C'est dans cette logique, que le Gouverneur de la Banque de France s'est placé pour proposer un code de bonne conduite. Ce code constituerait une sorte de contrat public, certes sans substrat légal et en ce sens relevant des thèses promues par le secteur privé, mais établi à l'échelle globale - recoupant ainsi les ambitions du SDRM.

Cette proposition constitue un pont pour joindre deux logiques en construction, sans être alternative au SDRM, ou tout du moins à ses atouts spécifiques qui restent des objectifs souhaitables. À terme, seuls des mécanismes du type SDRM apporteraient une solution adéquate aux problèmes de restructuration des dettes en raison de leur capacité à s'imposer à tous, également et universellement. Le SDRM a pour ambition une régulation qui, pour être efficace, doit par essence être globale.

*LA GOUVERNANCE DES ENTREPRISES :  
L'AUTRE MAILLON FAIBLE*

Depuis Enron, la sincérité de la gestion d'une entreprise est aussi importante que son efficacité. Offrir un maximum de garanties, en renforçant la coopération, l'environnement légal et réglementaire, c'est éliminer une source potentielle d'incertitude et de vulnérabilité. Après le scandale, où en est-on vraiment ?

Force est de constater la réticence de certains de nos partenaires à soutenir une démarche globale en faveur de la gouvernance d'entreprise. On peut comprendre que les États-Unis aient pris des dispositions nationales avec la loi Sarbanes-Oxley. Cette loi apporte d'ailleurs des progrès importants. Nous avons nous-mêmes pris avec la loi sur la sécurité financière des dispositions décisives pour lutter contre les vulnérabilités du système financier. Il n'en reste pas moins que, dans un monde global, nous avons besoin de définir les principes communs internationaux.

Au plan européen, deux voies doivent être utilisées : le travail d'analyse en commun au sein de l'ECOFIN et le rapprochement des règles entre pays européens par la définition d'un standard commun. Les relations entre l'Europe et le reste du monde doivent également être plus professionnelles. Sur ce dernier point, je suggère de renforcer le rôle du CESR (l'organisation des régulateurs européens), sorte de préfiguration de l'AMF européenne, qui à terme devra se poser en interlocuteur crédible de la SEC.

La dernière réunion ministérielle du G7 finances qui s'est tenue à Paris, sous la présidence de Francis Mer, a permis des accords sur un certain nombre de principes.

*La qualité* (intégralité, ponctualité, accessibilité) de l'information émanant des émetteurs. Elle peut être renforcée par une meilleure application de principes communs et cohérents au niveau international, notamment ceux de l'OCDE, des IFIs et de l'OICV et aussi par une indépendance accrue des contrôles externes. Et l'on ne peut qu'encourager l'OICV, en relation avec l'IFAC, à promouvoir une convergence des standards internationaux en matière d'audit.

*Le traitement des conflits d'intérêt professionnels.* Les banques d'investissement devraient être contraintes à séparer les activités d'analyse et de conseil. À des « murailles de Chine » souvent réduites aux cloisons qui bordent les plateaux des banques, il serait préférable de substituer des frontières fonctionnelles ou capitalistiques. Pour leur part, les agences de notation devraient être plus transparentes et plus prévisibles dans leur comportement. Elles pourraient à cette fin préparer des règles de conduite. Ce serait un signe de responsabilité de la part de

cette profession qui joue un rôle essentiel dans le fonctionnement des marchés.

Enfin pour avoir une économie performante il faut *une comptabilité sincère, fiable et réaliste*. Nous devons à la fois disposer de standards convergents - il n'est pas normal qu'un groupe international gère quatre ou cinq standards comptables - mais de qualité. Ceci signifie que la comptabilité doit refléter la réalité économique et patrimoniale et ne pas stimuler l'instabilité financière.

Sur tous ces sujets, je voudrais saluer le travail précurseur accompli par Andrew Crockett, qui achève son mandat à la tête du Forum de Stabilité Financière. Les programmes de travail lancés dans cet organisme, qui s'est vite révélé incontournable, sont attendus avec le plus grand intérêt. À long terme il faudra accroître le rôle et les moyens de ce jeune forum mis en place par le G7 après la crise asiatique.

Plus généralement, la prise de conscience collective des responsabilités des entreprises vis-à-vis de la société et de l'environnement croît. C'est une exigence morale. C'est aussi un atout pour plus d'efficacité économique : l'intégration par les entreprises de codes de bonne conduite en matière de lutte contre la corruption, de transparence, de respect de l'environnement, etc., ne doit pas être perçue seulement comme une nouvelle externalité imposée aux entreprises ni la transposition au monde de la compétition et du « business » de règles incompatibles avec celui-ci. Il s'agit d'un « accord gagnant-gagnant » comme on aime le dire outre-Atlantique. Comme le montrent maintenant des études indépendantes, les entreprises éthiques vis-à-vis de leurs clients et fournisseurs, de l'environnement dans lequel elles s'inscrivent, sont globalement, à moyen terme, les plus compétitives. Le mouvement est en marche, dès demain clients et marchés distingueront ceux qui sont *in* de ceux qui sont *out* de l'économie responsable.

### POUR UN CAPITALISME SANS EXCÈS

Entre le printemps 2000, apogée de la bulle financière, et la fin 2002 les principaux indices se sont repliés de 28 % pour le Dow-Jones et de 56 % pour le CAC 40. Sur la seule année 2002, le principal indice de la Bourse de Francfort a reculé de 44 % et Paris de 34 %. Depuis deux ans, les valeurs technologiques, moteurs d'une croissance qu'on qualifiait de nouvelle, se sont effondrées. En 2001, le Nasdaq a perdu 31,5 % de sa valeur. Dans le même temps, la volatilité s'est fortement accrue - avec des pics dépassant les 50 %.

Cette situation qui se prolonge est-elle durablement compatible avec une croissance régulière et un développement économique et financier sain ? À l'évidence non. Toute la difficulté, dès lors, est de démêler



l'écheveau des faits, des signes et des interprétations pour isoler les vulnérabilités structurelles du système.

Tout d'abord, une meilleure connaissance des phénomènes propres aux marchés, à leur extrême sophistication est indispensable. La multiplication des produits dérivés a généré une fluidité sans précédent entre les différentes catégories d'actifs, sur une large palette, de la dette à l'action. Ces outils concourent à l'amplification des anticipations de court terme même si, d'un autre côté, ils contribueraient à mieux répartir les risques. L'ennui est que le risque est partout et nulle part en même temps - quasi-impossible à identifier. Au total, la stabilité excessive brouille le jeu économique normal. Parallèlement, la représentation financière des entreprises s'éloigne excessivement, et de façon aléatoire, de la réalité économique.

S'il faut se garder de conclure trop vite, la complexité du phénomène et des acteurs impliqués nécessitant une vision approfondie, il est clair que les régulateurs doivent s'atteler à expertiser ces comportements nouveaux. C'est une priorité. Les marchés financiers n'étant que le reflet de la situation des entreprises et de l'économie, il faut agir à la fois sur les acteurs, leurs interventions et les marchés. Je voudrais insister sur ce point dans la mesure où cette vision constitue un moment de retournement dans l'histoire du capitalisme financier : les marchés ne sont plus perçus comme les seuls responsables de cycles parfois exubérants et irrationnels. Exubérance économique et vulnérabilité des acteurs sont désormais liées. Le renforcement de la gouvernance des entreprises n'est qu'un élément, mais un élément central, de la lutte contre toutes les vulnérabilités.

Au-delà, il nous faut la confiance. La confiance est sans doute l'élément le plus mystique du capitalisme ; difficile d'appréhension et pourtant indispensable pour maîtriser sinon conjurer toutes les difficultés actuelles. Elle reste déterminante puisque l'économie est avant tout un système de valeurs dont les prix, même quantifiés, demeurent relatifs. Bien sûr, il ne suffit pas de l'invoquer même si nous n'en avons jamais eu autant besoin. Appuyée sur une analyse raisonnée des vulnérabilités que nous travaillons à résorber, la confiance sera le ciment qui stabilisera et consolidera le système capitaliste dont l'universalité est plus que jamais évidente, au service de la croissance économique et du développement social.