



PRÉSENTATION

Daniel Deguen et Attila Balaton introduisent cette première partie en présentant une histoire très documentée de cinq siècles de crises financières. Si les crises se succèdent sans se ressembler, elles ont néanmoins un certain nombre de liens de parenté, qui tiennent à l'avidité des financiers, à leurs scrupules modérés à enfreindre l'esprit des lois, ou à la capacité de l'innovation financière à contourner les interdits religieux ou réglementaires. Les crises financières sont aussi souvent une réponse aux chocs entraînés par les différentes étapes de la mondialisation de l'économie, et aux ratés du système monétaire international. Les erreurs qui ont conduit à la présente crise appellent en premier lieu selon les auteurs à une réponse d'ordre monétaire ; ils souhaitent aussi un renforcement de la coopération européenne, un retour vers des marchés organisés et la sanctuarisation des banques de dépôts.

UNE NOUVELLE RÉGULATION POUR LE SYSTÈME FINANCIER

Marc-Antoine Lacroix analyse les prises de positions de la nouvelle administration américaine en matière de régulation financière, en complète rupture avec le « laisser faire » précédent, qui vont rencontrer d'importants obstacles. Le poids des lobbies reste en effet très important, face à une administration du Trésor qui a peu de ressources humaines et qui accorde la priorité à la relance de l'économie. Si le consensus est désormais large pour réduire les « trous noirs » de la régulation, le degré de contrainte à imposer aux intermédiaires financiers est encore largement débattu, notamment entre le Trésor et le Congrès. La difficulté du contrôle des grands groupes pourrait imposer le retour à une forme de séparation. L'administration n'a



enfin pas encore pris clairement position sur le chantier essentiel de la simplification de l'architecture des institutions de régulation.

Jean-Pierre Jouyet présente le point de vue de l'AMF sur les différents chantiers de réforme de la régulation des marchés, après le G20 de Londres. Ils concernent les obligations d'information sur le marché primaire, la transparence du marché secondaire, les diligences des investisseurs, les fonds alternatifs, l'organisation des structures de post-marché, et enfin le rôle des agences de notation. L'AMF est mobilisée pour favoriser l'émergence de principes clairs et harmonisés au plan international dans ces domaines.

Christian de Boissieu tire les leçons de la crise pour la régulation bancaire et monétaire. Il passe en revue les réformes nécessaires, qui touchent à l'extension de la réglementation aux opérateurs et opérations non régulées, à la transparence et à la traçabilité des instruments financiers et des risques, aux agences de notation, à la réglementation comptable et prudentielle et au ratio de liquidité. Le débat reste cependant ouvert sur les voies et moyens : réglementation ou code de bonne conduite ? Que doit faire l'Europe ? S'il existe clairement une « fenêtre de tir » pour réformer, il convient de résister à la tentation de la surréglementation, qui ne ferait que susciter de nouvelles tentatives de contournement.

Pour *Jean-Louis Fort*, le temps est venu de donner à la régulation financière sa dimension macroéconomique, pour anticiper les conséquences macroéconomiques des comportements individuels. Il faut, en premier lieu, renfor-

cer la coopération entre superviseurs, qui doivent être proches de la Banque Centrale et inclure les instances de normalisation comptables. Il faut ensuite étendre le champ de la régulation, dont le degré d'exigence doit cependant être gradué, à l'image du dispositif à trois niveaux proposé par le gouverneur de la Banque de France. Le chantier de la réglementation prudentielle individuelle ne devrait pas présenter de difficultés conceptuelles insurmontables. Il faudra cependant que l'accord intervienne au niveau international et que les quatre niveaux de contrôle existants s'exercent efficacement.

Pour *Bertrand du Marais*, la crise ne vient pas que d'une simple insuffisance de la régulation, elle est due à un phénomène de « capture du régulateur » par certains acteurs de l'industrie financière. Selon un phénomène classique en économie de la concurrence, cette capture a permis à l'industrie financière de sécuriser une position concurrentielle d'intégration verticale. Elle n'a été possible que parce qu'elle s'appuyait sur un argumentaire puissant : la démonstration scientifique de la supériorité de la finance de marché, fondée elle-même sur le dogme de l'efficacité et de la perfection de marchés déréglementés.

Philippe Foulquier et *Philippe Touron* considèrent que le débat sur la juste valeur est mal posé. Son impact en période de crise a amené le FASB et l'IASB à réajuster dans la précipitation certaines normes, ce qui a créé la confusion. Ce n'est pas, selon les auteurs, la juste valeur qui est source de procyclicité, mais l'utilisation qu'en font les régulateurs prudentiels et certains choix de traitement comptables contestables



faits par l'IASB. La juste valeur remplit mieux son rôle informatif que tout autre système et a permis de rendre compte plus rapidement de la profondeur de la crise.

LES CHANTIERS DE LA GOUVERNANCE FINANCIÈRE MONDIALE

Ramon Fernandez rappelle les résultats et revient sur les leçons à tirer du récent sommet de Londres. S'agit-il de la consécration d'un nouvel acteur de la gouvernance économique et financière internationale ? Si les résultats très importants et la création d'un nouveau Conseil de Stabilité Financière reprenant le format du G20 renforcent la légitimité de la structure, l'avenir n'est pas écrit d'avance et le format n'est pas encore stabilisé. Seul l'avenir dira si le G20 va s'affirmer, ou s'il ne sera qu'un épisode directement lié à la nécessité de gestion d'une crise hors norme.

Michel Aglietta, après avoir souligné à quel point les déséquilibres actuels de l'économie mondiale ne prédisposent pas à la mise en place d'un *remake* de Bretton woods, montre que nous devrions passer d'un système de semi-étalon dollar à un polycentrisme monétaire sous prépondérance dollar. Il rendra nécessaire un nouveau mode de gouvernance monétaire, marqué par le renforcement du Fonds monétaire international, la modification du pouvoir relatif des États et la prise en charge de la stabilité financière par les banques centrales.

Daniel Lebègue et *Marina Yung* rappellent le lourd impact des paradis

fiscaux et judiciaires sur l'instabilité financière et l'opacité du système financier, comme sur les finances publiques des pays partenaires. La crise financière crée une occasion d'encadrer les paradis fiscaux. Ils saluent les avancées qui sont intervenues au sommet de Londres et rappellent les principales propositions de Transparency International. Les mesures à prendre concernent les pays et territoires qui refusent de coopérer, les agents économiques opérant dans ces territoires, et les conditions dans lesquelles les entreprises peuvent être dissuadées d'opérer dans ces pays.

LES NOUVEAUX DÉFIS DE L'ÉCONOMIE MONDIALISÉE

Dominique Plihon, relevant le caractère systémique de la crise, en analyse les racines et les différentes dimensions sociales et écologiques. Il présente ensuite deux scénarii de l'après-crise : un scénario de *business as usual*, où le paradigme néolibéral reste dominant, grâce à une régulation plus efficace et des innovations technologiques ; un scénario de rupture « altermondialiste », qu'il privilégie, fondé sur la durabilité ; ce modèle repense notre modèle de croissance, fondé désormais sur la priorité de protection de l'environnement et de la cohésion sociale ; il redonne un rôle important aux États et amorce un nouveau mode de gouvernance de la planète.

Michèle Debonneuil, face à l'épuisement de notre modèle de croissance de « l'avoir plus », fondé sur la capacité des machines à produire davantage de



biens, préconise la mise en place d'un nouveau modèle mettant en avant « l'être mieux », fondé sur les nouveaux produits de l'économie quaternaire permis par les nouvelles technologies de l'information et des communications. Ce processus de destruction créatrice est trop long pour être laissé aux seules forces du marché, qui ne peut gérer, comme on l'a vu, sans subterfuge les coûts sociaux de cette transformation. Les autres politiques possibles pour l'après crise, qu'elles concernent la relance des salaires, un certain protectionnisme ou la croissance « verte », risquent de prolonger la fuite en avant, si elles ne s'inscrivent pas dans une démarche de promotion de l'économie quaternaire.

Pascal Lamy montre qu'au-delà de la contraction de la demande d'importations, la réduction spectaculaire des flux commerciaux internationaux anticipée pour 2009 est liée à la faible disponibilité des moyens de financement et à l'augmentation du coût du crédit. Avec des effets disproportionnés pour les pays en développement qui ont vu les flux nets de capitaux se retourner en 2009. Il rappelle les diverses initiatives prises par l'OMC pour faciliter le financement du commerce et la mobilisation du récent G20, qui a dévoilé une initiative pour financer le commerce mondial d'au moins 250 milliards de dollars sur deux ans. Le maintien du commerce international est un aspect crucial pour dépasser la crise, comme l'a réaffirmé la quasi-totalité des participants au sommet.

Hervé Juvin présente une critique provocante du dogme libéral du libre-échange sans limite. Cette « pensée unique » libre échangiste, à laquelle la

gauche elle-même a succombé, qui supprime les frontières et uniformise, qui, en favorisant l'interdépendance des systèmes, est un facteur aggravant de crise ; qui menace la démocratie en soumettant la société à la loi de la croissance, du marchand et du banquier. Et cela au nom d'une lecture superficielle de la théorie des avantages comparatifs de David Ricardo qui confond les avantages structurels d'une économie avec ceux donnés par la manipulation du coût du travail et des monnaies. Le moment serait venu de redonner à chaque société son autonomie et les instruments de souveraineté pour la défense de ses intérêts stratégiques et de ses priorités collectives ; des moyens existent, tels les principes de conditionnalité et de réciprocité pour rééquilibrer et ordonner les échanges, et pour permettre à chaque société de préserver sa singularité face au marché.

Augustin de Romanet aborde la question du rôle que peuvent jouer les grands investisseurs long terme pour contribuer au retour de la stabilité et de la confiance au sein des marchés financiers. Par leurs actions, ils contribueront à de nouveaux équilibres en terme de justice sociale et d'équité intergénérationnelle. Dans cette optique, la Caisse des dépôts, investisseur de long terme au service de l'intérêt général et du développement économique, s'efforce d'assumer sa responsabilité en contribuant à soutenir l'économie française. Toutefois la pérennisation d'acteurs comme la Caisse des Dépôts suppose une réflexion approfondie sur les règles qui les régissent.

Antoine de Salins rappelle l'implication dans la crise des investisseurs institutionnels, coresponsables d'un



monde économique et financier dont ils ont intérêt à préserver la stabilité et l'intégrité. Une masse critique d'investisseurs institutionnels adhère maintenant, avec des motivations variables, aux principes d'investissement responsable de l'ONU (PRI), qui ont contribué à objectiver le débat. Ces investisseurs responsables ont, dans la crise, un rôle à jouer au service d'une finance plus durable et soucieuse de ses externalités, et doivent eux-mêmes être plus transparents vis-à-vis de leurs actionnaires ou bénéficiaires sur les objectifs qu'ils poursuivent.

Michel Griffon s'interroge sur les causes de la crise alimentaire de 2008. Il relativise le rôle de la spéculation, qui n'a fait que saisir l'opportunité de hausse créée par la rareté momentanée des céréales sur le marché mondial et les anticipations liées à l'impact des biocarburants (démontrable dans le seul cas mexicain). Des causes plus structurelles expliquent la baisse des stocks mondiaux, telles l'accroissement de la consommation de viande et l'insuffisance d'investissement dans l'agriculture, qu'il faudra remettre en cause pour faire face à l'échéance 2050 du plafonnement de la population mondiale. Une voie très étroite qui nécessitera aussi un changement des technologies.

LES ENJEUX ÉTHIQUES DE LA CRISE

Michel Prada propose de tirer quelques « leçons de morale » de la crise financière, qui ne s'adressent pas qu'aux seuls acteurs de marché. Il distingue les

déviances classiques, en rapport avec les principes de loyauté et d'honnêteté de rapports de force et d'asymétrie d'information entre les acteurs de marché, qui sont analysées par la doctrine et traitées par des standards de régulation et les questions plus nouvelles : responsabilité des dirigeants, rémunérations, critiques faites au court-termisme et à la spéculation, qui sont plus controversées.

Michel Piermay appelle à une nouvelle régulation qui reconstruit des incitations efficaces pour les financiers. Il pointe les nombreux dysfonctionnements actuels dans les systèmes de rémunération, qui poussent à la prise de risques sans contrepartie, et dans les règles prudentielles, qui ont pu être systématiquement contournées où même retournées à l'avantage des comportements prédateurs. Il cite de nombreux cas où l'antisélection, par les opérateurs comme par les clients eux-mêmes, a pu jouer à plein. Des règles et des codes de bonne pratique doivent être réinventés pour prendre en compte les comportements humains, éviter de « punir la vertu et récompenser le vice ».

Robert Leblanc, président du Comité d'éthique du Medef, revient sur les enjeux éthiques de la crise. Si le capitalisme n'est pas véritablement à refonder, un certain nombre de questions doivent être traitées, en particulier la répartition de la richesse créée entre actionnaires et salariés et la question des rémunérations des *traders* ou celle des dirigeants, qui peut être affectée par l'État, quand il vient en aide à l'entreprise. Au-delà de la réglementation, l'éthique a un rôle à jouer dans l'entreprise pour prévenir

les excès, et l'exemple donné par les dirigeants est essentiel.

Pierre-Henri Leroy revient sur la problématique des rémunérations incontrôlées des grands dirigeants d'entreprises. Il montre comment ces abus sont possibles : manquement des administrateurs, effet de cliquet, influence des corporations directement intéressées à l'augmentation des rémunérations. Il note aussi la faiblesse du *buy-side*, celui des investisseurs et du contrôle d'actionnaires trop éparpillés. Plutôt que de plafonner par la loi ou le règlement les rémunérations, on devrait agir sur les conflits d'intérêts qui nuisent à l'indépendance de sociétés de gestion et gênent le contrôle actionnarial, et encourager le vote et l'engagement des actionnaires.

Jérôme Vignon présente l'apport de la doctrine sociale de l'Église pour remettre la finance au service de l'homme : les règles et institutions de la finance ne doivent pas former un monde en soi, mais doivent être rattachées explicitement aux autres finalités du système économique mondial : soutien aux pays pauvres, ouverture équilibrée du commerce, protection des ressources naturelles ; la légitimité de l'intervention publique doit être réaffirmée ; elle doit déterminer l'intérêt général aux différents niveaux, en application du principe de subsidiarité ; enfin, dans la conception chrétienne, la liberté de l'homme au sein du système financier ne peut se concevoir que reliée à la communauté, et les comportements et nouvelles règles devraient s'inspirer des principes de vérité, de responsabilité et de précaution, qui permettent la concordance entre morale personnelle et valeurs collectives.

Gilbert Cette et *Arnaud Sylvain* reviennent sur la question controversée du partage de la valeur ajoutée à partir d'une analyse descriptive de son évolution dans le passé et en tirent des enseignements intéressants pour le débat français à venir. Sur les 20 dernières années, ils ne constatent pas de déséquilibre en France dans le partage de la valeur ajoutée, par rapport aux autres pays étudiés. En revanche, la composition de la masse salariale s'est profondément modifiée au détriment de la majorité des salariés, avec la très forte progression des hauts salaires et les fortes revalorisations du Smic. Le poids des revenus de la propriété se situe dans la moyenne des pays étudiés. Enfin, alors que le taux d'épargne brut des sociétés non financières françaises se situait dans la moyenne, il s'est sensiblement dégradé au cours des dernières années.

Pour conclure cette première partie, *David Mourey*, dans sa démarche de pédagogue qui l'a conduit à organiser au printemps deux colloques au Sénat sur la crise, présente une grille de lecture originale de la crise à travers le phénomène fondamental de l'interdépendance : interdépendance entre finance et économie, entre macro et microéconomie, entre marché et puissance publique..., une manière de prendre ses distances avec des discours trop simples sur une réalité compliquée, mais aussi de rester accessible à son traditionnel public d'élèves et d'étudiants. Et *Olivier Pastré* met un peu de poésie et une touche d'humour dans notre actualité un peu morose avec son « *Ode à la gouvernance financière* ».