



LES NOTES DE L'INSTITUT

Avril 2009

Après la crise :
renouer avec les fondamentaux
de l'économie de marché

par l'Institut de l'entreprise

L'Institut de l'entreprise est un centre de réflexion, indépendant de tout mandat syndical ou politique. Notre vocation est d'aider nos adhérents à mieux comprendre leur environnement économique et social et à agir sur celui-ci. Nous nous appuyons pour cela sur la production d'études et sur l'organisation de rencontres et de sessions de formation.

Dans chacune de nos activités, nous développons une pédagogie des faits ; nous privilégions une démarche prospective et situons l'ensemble de nos réflexions dans la dimension internationale qui est celle de nos adhérents.

RÉFLEXION

Notre activité de réflexion se déploie autour des enjeux qui sont au cœur de la relation entre l'entreprise et son environnement. Pour diffuser nos analyses et nos propositions, nous privilégions trois canaux complémentaires : des notes d'étude, le site internet Débat&co (www.debateco.fr), et la revue *Sociétal*.

RENCONTRES

Nos différentes manifestations visent à alimenter la réflexion collective de nos adhérents. Dirigeants d'entreprise, personnalités politiques, experts issus de l'entreprise ou du monde universitaire sont invités à s'exprimer à l'occasion de déjeuners-débats, de conférences et de colloques.

FORMATION

Nous développons des programmes visant à mieux faire connaître l'entreprise à des publics qui évoluent hors de celle-ci, mais qui sont amenés à interagir au quotidien avec elle. Nous nous adressons en particulier à quatre publics : les enseignants de Sciences Économiques et sociales ; les élèves journalistes ; les fonctionnaires (inspecteurs des impôts, magistrats et inspecteurs du travail) ; les « jeunes leaders » de demain à travers l'IHEE.

Créé en 1975, l'Institut de l'entreprise est une association qui regroupe plus de 120 adhérents – pour l'essentiel des grandes entreprises auxquelles s'ajoutent quelques établissements d'enseignement supérieur et quelques fédérations professionnelles.

Pour en savoir plus : www.institut-entreprise.fr

Après la crise :
renouer avec les fondamentaux
de l'économie de marché

Institut de l'entreprise

LES NOTES DE L'INSTITUT

Avril 2009



© Institut de l'entreprise, 2009
Tous droits de reproduction, de traduction, d'adaptation et d'exécution
réservés pour tous les pays
Directeur de la publication: Jean-Damien Pô, délégué général de l'Institut de l'entreprise

SOMMAIRE

Introduction.....	5
Synthèse.....	7
▀ 1. Aux origines de la crise.....	13
1. La responsabilité des États : déséquilibres globaux, politiques monétaires laxistes et promotion excessive de l'accès à la propriété.....	13
2. Les responsabilités de l'industrie financière et bancaire.....	16
3. L'illusion « des pseudo-marchés ».....	18
4. La défaillance des garants traditionnels du bon fonctionnement du système financier.....	21
▀ 2. Le risque du grand bond en arrière.....	23
1. Le retour des États : une intervention légitime, afin de restaurer la confiance.....	23
2. Une remise en cause de l'économie de marché globalisée serait néfaste.....	24
3. « Économie réelle » contre « économie financière » : une opposition infondée.....	26
4. L'innovation financière est-elle coupable ?.....	27
5. « Plus » ou « moins » de régulation : un faux débat.....	29

▲ 3. Renouer avec l'inspiration originelle du capitalisme.....	33
1. Soutenir l'élan entrepreneurial.....	33
2. Développer la finance au service de l'économie.....	34
3. Consolider le capital et approfondir la participation des actionnaires.....	35
4. Rééquilibrer la relation de l'entreprise à l'ensemble de ses parties prenantes.....	37

INTRODUCTION

L'ampleur de la crise financière et son impact sur l'activité des entreprises constituent un choc majeur pour l'économie de marché. Cette crise a en effet ébranlé certains des principes fondamentaux sur lesquels reposait la confiance dans l'efficacité de notre système économique.

Dans ce cadre, la réflexion menée par l'Institut de l'entreprise poursuit trois objectifs :

- elle vise d'abord à éclairer, de façon synthétique, les mécanismes et les erreurs à l'origine de cette crise ;
- elle s'attache ensuite à prévenir les conclusions erronées qui pourraient naître d'une lecture superficielle de la crise, et à mettre en garde notamment contre les risques majeurs qui pourraient s'en suivre : le retour à une économie administrée et protégée du monde extérieur, et la rigidification du système financier sous l'effet de réglementations inadaptées ;
- elle vise enfin à jeter les bases d'une restauration de l'économie de marché, à partir des principes fondateurs d'un capitalisme renouvelé : réhabiliter la figure de l'entrepreneur, remettre la finance au service de l'économie, favoriser le retour d'un actionnariat de long terme et rééquilibrer la relation de l'entreprise à l'ensemble de ses parties prenantes.

Nous tenons à remercier Benoît Cougnaud pour sa contribution à cette note.



SYNTHÈSE

1. Aux origines de la crise

Comment les dysfonctionnements apparus lors de l'été 2007 sur un marché relativement restreint, à savoir un sous-compartiment du marché hypothécaire américain, ont-ils pu contaminer l'ensemble de l'économie mondiale et aboutir au marasme actuel ? Les raisons de ce mystère doivent être recherchées bien au-delà de l'été 2007, dans la conjugaison de deux tendances structurelles dont les deux dernières décennies ont permis l'inquiétant développement – en dépit des mises en garde récurrentes quant aux dangers qu'elles recelaient pour la stabilité du système financier.

Au niveau macroéconomique, de profonds déséquilibres structurels entre certains pays développés (principalement les États-Unis) et d'autres pays développés ou émergents (principalement asiatiques), apparus dans les années 1980 et dont l'ampleur n'a fait que s'aggraver depuis, auraient dû entraîner de la part des États concernés des réponses adéquates pour œuvrer à leur correction. Préférant contourner ce problème, dont le traitement aurait nécessairement eu un impact durable sur leur croissance, les États-Unis ont choisi depuis 1987 la solution de la fuite en avant par la mise en œuvre d'une politique monétaire très expansionniste. Cette politique était facilitée par le statut particulier du dollar, puisque les emprunts publics libellés dans cette monnaie apparaissaient comme le support le plus sûr pour l'épargne par ailleurs surabondante des pays excédentaires (notamment émergents). Les taux d'intérêt réels « courts » et « longs » ont pu ainsi être maintenus à des niveaux faibles. Cette politique répondait aussi de façon opportune à la volonté des pouvoirs publics de favoriser l'accession à la propriété des ménages américains. Le résultat a été une expansion spectaculaire des liquidités au niveau mondial, qui, conjugué à des taux très faibles, a fourni ainsi une matière première bon marché aux emprunteurs et favorisé l'endettement et la spéculation (1).

Au niveau microéconomique, la responsabilité collective des établissements financiers américains est indéniable. L'oubli de leur cœur de métier – distinguer les « bons » crédits des « mauvais » par un contrôle adéquat des risques – et les excès de transformation pratiqués par certains d'entre eux ont provoqué la résurgence des deux maladies mortelles des banques : les crises de solvabilité et les crises de liquidité. Les errements individuels d'acteurs isolés ont enfin achevé de saper la confiance sur les marchés (2).

Au-delà de ces erreurs collectives, dues en grande partie au manque de professionnalisme ou d'éthique de certains et à des incitations distordantes, la vision du marché qui animait une grande partie de l'industrie financière est aujourd'hui directement en cause. Fondée sur l'illusion d'une expansion continue de « marchés » fixant à chaque instant le juste prix de tous les actifs, elle a conduit les opérateurs économiques à faire du « marché » une véritable « pierre philosophale » transformant tout actif – même illiquide – en créance négociable. Sont ainsi apparus de nombreux produits sophistiqués dont l'utilité – parfois contestée – a pu masquer un temps le fait qu'ils ne partageaient que très peu des caractéristiques fondamentales d'un bien échangeable sur un marché classique – au premier rang desquelles la liquidité. Cette vision « extensive » de la notion de marché était aussi partagée par les concepteurs de la nouvelle architecture comptable, qui, en imposant abusivement l'idée que la *fair-value*, pour la valorisation des bilans, représente à elle seule la *market value*, ont joué un rôle non négligeable dans la propagation et l'accélération de la crise, tout comme ils avaient pu auparavant nourrir « l'exubérance irrationnelle » des marchés et les « bulles » qui s'y étaient formées (3).

Les garants traditionnels du système financier, qu'ils soient privés – comme les agences de notation – ou publics – comme les autorités de régulation et les banques centrales – ont pu communier dans l'illusion de la toute-puissance de cette notion de « marché », au risque de faire preuve de laxisme dans leur mission de notation et de surveillance. Par ailleurs ils n'ont pas toujours bien traduit ce qui faisait la nouveauté des mécanismes et des produits échangés sur ces « marchés ». L'éclatement de la « bulle » de cette « fausse monnaie » qu'étaient les *subprime* aura prouvé que le risque de liquidité et le risque « systémique » n'étaient pas seulement théoriques, tout en mettant à jour le dangereux fossé qui séparait le terrain d'action limité du régulateur du champ global du secteur financier (4).

2. Le risque du grand bond en arrière

Si l'ampleur de la crise est indéniable, elle ne saurait signifier pour autant la remise en cause de l'économie de marché que certains commentateurs voudraient y voir.

En réalité, la violence du choc que subit l'économie mondiale s'explique davantage par la conjugaison de crises de nature diverses – fin d'un cycle immobilier, crise bancaire « classique » de solvabilité et de liquidité, ralentissement « naturel » de l'économie mondiale après plusieurs années de forte expansion – que par une hypothétique « crise systémique ».

Celle-ci a en effet été heureusement évitée, car les États et les banques centrales ont su intervenir rapidement et de façon coordonnée, ayant bien assimilé les leçons du passé. Pour autant, ces interventions ont pu s'accompagner d'une « musique » inquiétante dont le refrain – du moins le croyait-on – appartenait au passé.

En particulier, la remise en cause de l'économie de marché globalisée par un retour à une économie administrée et fermée, l'opposition d'une « économie réelle » et d'une hypothétique « économie financière », la diabolisation de l'innovation financière et l'adoption d'une réglementation rigide et inadaptée doivent être combattues avec la plus grande vigueur.

- L'intervention de la puissance publique est légitime et nécessaire s'il s'agit de limiter et d'écourter la crise économique, de conjurer le risque systémique qui pèse sur la sphère financière et de renforcer la capacité d'action de celle-ci au service de l'économie (1).
- Pour autant, cette intervention ne peut qu'être ponctuelle : l'État ne peut se substituer à l'initiative privée en matière économique. Partout, et en tout temps, l'économie centralisée, qui est l'alternative à l'économie de marché, a échoué et a mis en cause les libertés. Quant à l'ouverture des frontières, elle est la condition de la croissance économique et de la paix. L'expérience désastreuse des années trente, qui a débouché sur la grande dépression et la guerre, est là pour rappeler les dangers de l'alternative du repli sur soi (2).
- Le système financier fait partie intégrante de l'économie réelle. Créateur d'emplois et de valeur ajoutée, il est aussi, par son activité fondamentale d'intermédiation, un véritable poumon pour tous les autres secteurs d'activité. Dans cette période de contraction des marchés, l'économie n'a jamais eu autant besoin de

banques. D'abord, pour assurer l'allocation de l'épargne aux besoins d'investissement dans un contexte de déséquilibres financiers et démographiques significatifs et croissants à l'échelle de la planète. Mais aussi pour constituer, au service de l'économie, la centrale de gestion des risques nécessaire pour faire face aux défis de l'entreprise, et à ceux de la mondialisation (3).

- Des produits sophistiqués peuvent être utiles pour répondre aux besoins de certaines entreprises et de certains investisseurs, pour couvrir certains risques. Mais s'ils n'ont pas les caractéristiques fondamentales d'un bien échangeable sur un marché classique, ils ne devraient plus être appelés produits de marché. Il convient d'assurer une information transparente sur leurs caractéristiques et leurs risques à ceux qui les utilisent. Il serait normal enfin que leur traitement prudentiel et comptable soit différent de celui des produits de marché (4).

- Le retour aux fondamentaux pour les banques et pour les marchés ne ramènera la confiance des investisseurs que s'il s'accompagne d'une meilleure régulation des activités financières et bancaires : des normes de solvabilité plus exigeantes pour certaines activités de banque d'investissement et moins procycliques ; des standards comptables plus pragmatiques et permettant de juger la qualité de la gestion ; une supervision étendue à l'ensemble de la sphère financière (y compris les banques d'investissement, les mortgages brokers et autres conduits SIV, et sans doute aussi les hedge funds et les agences de notation), et adaptée, dans son organisation, à la dimension européenne ou mondiale des établissements concernés (5).

Dans le cas contraire, le risque serait de voir notre économie plonger dans une phase de régression qui lui ferait perdre une partie des bienfaits et avantages accumulés suite au processus de libéralisation et de globalisation économique et financière aujourd'hui incriminé.

Cette régression doit à tout prix être évitée : le coût en serait considérable pour nos économies et le bien-être collectif.

3. Renouer avec l'inspiration originelle du capitalisme

La situation actuelle s'est caractérisée par le retour des États, dont l'intervention doit être saluée en ce qu'elle doit permettre d'éviter le risque systémique, de rétablir peu à peu la confiance sur les marchés et de relancer la croissance économique. Pour autant, cette intervention ne saurait qu'être temporaire, pour les raisons rappelées précédemment.

À moyen terme, il ne faut pas oublier que la création de richesse est moins le fruit de grandes politiques macroéconomiques que le résultat d'une dynamique microéconomique décentralisée qui associe l'initiative et le travail des individus avec le capital apporté par les actionnaires privés.

Pour que cette création de richesse s'inscrive dans la durée, un retour aux fondamentaux de l'économie de marché s'impose :

- Les modes de croissances artificiels, privilégiant le recours à l'endettement, doivent ainsi laisser place à une croissance fondée sur l'entrepreneuriat dans l'entreprise, quelle que soit sa taille ; par définition, l'esprit d'entreprise ne saurait être porté par la puissance publique qui doit se concentrer la mise en place de politiques favorisant l'innovation et le déploiement des initiatives individuelles (1).
- Le déploiement de cet élan entrepreneurial suppose que le système financier joue pleinement son rôle d'auxiliaire de l'économie ; l'adoption d'une régulation adaptée sera la condition indispensable d'un retour à la confiance en ce domaine (2).
- Cet élan entrepreneurial ne pourra pas non plus s'exprimer sans l'appui d'un actionnariat solide, épousant dans la durée leurs projets et leurs perspectives : d'un actionnariat de long terme. Les dirigeants devront s'attacher à attirer et fidéliser leurs actionnaires par des politiques adaptées, notamment en ce qui concerne leur implication dans la vie de leur société. Une réforme des normes comptables s'impose pour favoriser l'émergence de cet actionnariat de long terme. Les normes actuelles privilégient en effet la valeur de marché instantanée. Elles contribuent à écraser les horizons de temps des différents investisseurs. Il est indispensable de définir des modes de calcul de la « juste valeur » des actions qui puissent différer selon la durée des placements des investisseurs concernés (3).

- Enfin, l'affectio societatis ne saurait être le fait des seuls actionnaires : si l'entreprise est la propriété de ces derniers, elle trouve sa légitimité dans sa contribution à la collectivité à laquelle elle participe. Sa relation à l'ensemble de ses parties prenantes - actionnaires, salariés, clients, fournisseurs - pourrait être utilement réexaminée, et dans certains cas être rééquilibrée. La confiance repose aussi sur la qualité de la culture et des valeurs de l'entreprise, et sur sa place dans la société. L'entreprise du XXI^e siècle doit donc être citoyenne et éthique. C'est à cette condition qu'elle sera, pour tous, synonyme de progrès.

1

Aux origines de la crise

1. LA RESPONSABILITÉ DES ÉTATS : DÉSÉQUILIBRES GLOBAUX, POLITIQUES MONÉTAIRES LAXISTES ET PROMOTION EXCESSIVE DE L'ACCÈS À LA PROPRIÉTÉ

Les causes structurelles de la crise actuelle sont à chercher dans l'expansion spectaculaire des liquidités mondiales au cours des dernières années. En passant de moins de 7 % à plus de 18 % du PIB mondial entre 1990 et 2008, ces liquidités abondantes sont apparues, dans un environnement de taux réduits, comme une matière première bon marché, nourrissant la spéculation et l'endettement. Cette croissance des liquidités s'explique notamment par les déséquilibres financiers structurels entre les États-Unis et les pays asiatiques, et par la politique monétaire expansionniste menée par la Réserve fédérale américaine depuis 2001.

Les deux dernières décennies ont vu s'aggraver le phénomène de « déséquilibres globaux », lesquels désignent la relation de débiteur net des États-Unis vis-à-vis du reste du monde, et notamment des pays asiatiques – Japon dans un premier temps, puis pays émergents après 1997 – dont le surplus d'épargne est devenu significatif. À l'origine du déficit de la balance courante américaine (qu'on peut situer en 1983, si l'on fait exception d'un bref retour à l'équilibre en 1991 suite à la baisse « mécanique » des importations en raison de la récession qui eut lieu cette même année) se trouvent principalement le déficit budgétaire (avec une brève parenthèse sous la seconde administration Clinton) et celui des ménages. Le taux d'épargne de ces derniers, « culturellement » enclins à la consommation et au crédit, est ainsi passé de 8,2 % dans les années 1981-1985 à -0,4 % en 2004-2007, la dette totale des ménages américains bondissant quant à elle de 75,9 % à 100,3 % du PIB. Dans un contexte de stagnation de leur pouvoir d'achat, le recours à l'emprunt a ainsi permis aux salariés américains de financer l'acquisition de biens immobiliers toujours plus chers, et d'accroître artificiellement leur consommation. Cette dynamique d'endettement n'est toutefois pas imputable aux seuls ménages américains ; elle a aussi été alimentée par de puissants soutiens internes et externes.

Sur le plan interne, la Réserve fédérale américaine a dû faire face au double choc de l'éclatement de la bulle internet et des attentats du 11 septembre 2001. Afin de soutenir l'économie américaine, la Fed a donc mené une politique monétaire durablement accommodante voire laxiste, avec des taux directeurs inférieurs à 2 % de novembre 2001 à fin 2004, utilisant ainsi les mêmes recettes qu'elle avait appliquées lors de chaque crise depuis 1987. Lorsqu'en 2004, les taux directeurs ont enfin été relevés, les taux d'intérêt de long terme sont restés très bas, en raison de l'ampleur des investissements, notamment étrangers, sur les titres de dette en dollars. Cette situation a permis à la bulle immobilière de continuer à gonfler et de soutenir ainsi la consommation des ménages par les effets de richesse induits. Loin de s'alarmer du gonflement de cette bulle

LOIN DE S'ALARMER DU GONFLEMENT DE CETTE BULLE IMMOBILIÈRE, LE GOUVERNEMENT AMÉRICAIN L'A MÊME FAVORISÉE DANS LA MESURE OÙ ELLE CONVERGEAIT AVEC SON OBJECTIF DE PROMOUVOIR UNE « SOCIÉTÉ DE PROPRIÉTAIRES ».

immobilière, le gouvernement américain l'a même favorisée dans la mesure où elle convergeait avec son objectif de promouvoir une « société de propriétaires » par diverses subventions fiscales à l'acquisition de logements, l'obligation faite aux banques de réserver une partie de leurs prêts hypothécaires aux ménages les moins solvables (*Community Reinvestment Act* et ses déclinaisons ultérieures) et l'octroi de garanties par Fannie Mae et Freddie Mac. Ainsi s'explique qu'au sein de l'endettement privé, ce soient les emprunts hypothécaires qui aient connu la croissance la plus rapide, avec une multiplication par

trois de leur encours total entre 1996 et 2007 tandis que les autres dettes des ménages ne faisaient « que » doubler dans le même temps. En contrepartie de cette hausse très rapide de l'endettement, et alors même qu'ils devaient soutenir de coûteux efforts de guerre en Irak et en Afghanistan, les États-Unis ont pu maintenir un rythme de croissance et de consommation artificiellement élevé – au prix toutefois d'une aggravation spectaculaire du déficit courant, aux alentours de 5-6 % du PIB. Dans tout autre pays, une telle dégradation de la balance courante, sur une durée aussi longue, aurait normalement conduit à une dévaluation et des ajustements douloureux – qu'on se souvienne par exemple de la situation française en 1983-1984, alors que le niveau relatif du déficit était deux fois inférieur à celui des États-Unis aujourd'hui ! C'est sans compter toutefois sur le statut singulier du dollar, qui explique en grande partie la demande toujours soutenue d'actifs libellés dans cette devise et le recyclage de l'épargne mondiale aux États-Unis, permettant ainsi à ce pays de jouer jusqu'en 2008 le rôle de « consommateur en dernier ressort » de l'économie mondiale.

Sur le plan externe, les États-Unis ont en effet bénéficié d'un afflux massif de liquidités en provenance des pays asiatiques, puis à partir de 2004 des pays exportateurs de pétrole. Marqués par le souvenir de l'impact de la crise asiatique de 1997-1998, les banques centrales de cette région ont accumulé d'importantes réserves de change afin de se prémunir contre un nouvel épisode de reflux des capitaux internationaux. Ces réserves, constituées à l'origine à des seules fins de précaution, ont ensuite été utilisées pour assurer la réévaluation des devises asiatiques contre le dollar américain et maintenir ainsi la compétitivité à l'exportation des entreprises de la région. Elles ont dans ce cadre été mobilisées pour procéder à des achats massifs de titres de dette américains, finançant ainsi à bon compte la consommation et le déficit structurel des comptes extérieurs des États-Unis. Face à une offre de biens immobiliers rigide à court terme, cet afflux de liquidités a également contribué à l'inflation excessive des actifs immobiliers. Cette dynamique de hausse pouvait ainsi permettre aux ménages les plus fragiles de s'endetter dès lors que leur solvabilité était évaluée sur la base d'un patrimoine connaissant une appréciation ininterrompue. Cet endettement a été d'autant plus favorisé que les établissements prêteurs y voyaient, du fait du mécanisme de la titrisation décrit plus loin, le moyen de tirer des commissions supérieures à celles réalisées sur les emprunteurs jugés plus sûrs tout en externalisant ensuite le risque de ces créances envers des tiers. Ces tiers comprenaient une partie croissante d'investisseurs étrangers – près d'un quart au total au moment du déclenchement de la crise – qui, désireux de se procurer des titres jugés aussi « sûrs » que les bons du trésor mais offrant une rémunération supérieure à ces derniers, se sont précipités sur des ABS, MBS et autres produits structurés notés « triple A » par les agences de notation – comme les emprunts des Trésors les plus sûrs : États-Unis, Allemagne, France. Si ces produits ne pouvaient qu'être assimilés de façon abusive à des quasi actifs sans risque, ils apparaissaient néanmoins aux investisseurs étrangers comme un moyen de placer leurs liquidités sur des supports alors jugés sûrs, et, qui plus est, traités sur des marchés qui comme ceux des ABS semblaient jouir d'une profondeur et d'une liquidité satisfaisantes. On voit ainsi comment les déséquilibres macroéconomiques ont pérennisé les dynamiques de bulle spéculative et favorisé ainsi la constitution d'un stock de produits qui seront ultérieurement considérés comme « toxiques » et qui seront évoqués plus bas.

Les politiques macroéconomiques ont donc une responsabilité indéniable dans la crise actuelle. Le recyclage massif des liquidités internationales vers les marchés de dette américains a prolongé et approfondi bien au-delà du raisonnable le fonctionnement traditionnellement cyclique du système financier, tout en expliquant sa contamination rapide au-delà de la seule économie américaine.

2. LES RESPONSABILITÉS DE L'INDUSTRIE FINANCIÈRE ET BANCAIRE

Si l'expansion spectaculaire des liquidités évoquée plus haut, en se portant massivement sur des actifs liés au secteur hypothécaire américain, aurait, toutes choses étant égales par ailleurs, nécessairement débouché sur une crise immobilière, la crise bancaire qui a accompagné cette dernière à partir de l'été 2007 est en partie le fait d'errements collectifs des établissements financiers américains, qui se sont progressivement éloignés de leurs missions traditionnelles. En particulier, les défaillances observées dans ce qui constituait leur cœur de métier – distinguer les « bons » crédits des « mauvais » crédits par un contrôle adéquat des risques – et les excès de transformation pratiqués par certains établissements expliquent la double crise de solvabilité et de liquidité apparue à l'été 2007. Les errements individuels d'acteurs isolés ont enfin achevé de saper la confiance sur les marchés.

Schématiquement, une banque n'est pas autre chose qu'une gigantesque centrale de risques : le cœur des compétences d'un banquier consiste en effet à savoir distinguer parmi ses emprunteurs potentiels lesquels sont le plus à même de faire défaut, afin de séparer les « bons » des « mauvais crédits ». Or, en cette matière, la défaillance de plusieurs grands établissements bancaires et non bancaires américains est patente, comme l'ont illustré les déboires dus aux crédits *subprime*. Le recours généralisé à la titrisation les a en effet conduits à une véritable déresponsabilisation dans l'évaluation des crédits, dès lors que les émetteurs bancaires ne portaient plus in fine le risque associé à ces derniers.

En outre, le « noyau dur » de l'activité bancaire consiste dans la transformation d'argent « court » en argent « long » : les établissements financiers transforment les dépôts à court terme en des prêts à long terme accordés aux entreprises. Or, en cette matière, certains établissements financiers ont péché par excès de confiance en pensant que les marchés de l'argent, parfaitement fluides, permettraient d'assurer en permanence le financement des crédits longs par des ressources à court terme. Comme il sera montré plus loin, les régulateurs ont commis l'erreur de laisser à des acteurs placés hors du secteur bancaire la possibilité de créer eux-mêmes de la liquidité, par le biais notamment des circuits de titrisation. De leur côté, certains établissements bancaires ont profité de la liberté qui leur était laissée pour financiariser à l'extrême leur bilan, en préférant par exemple des formules d'*equity swap* (comme la titrisation de crédits commerciaux) plutôt que des crédits aux entreprises, plus gourmands en fonds propres. Dans l'objectif de maximiser leur *Return on Equity*, leurs dirigeants ont également cherché à réduire la base de leurs fonds propres, rendant ainsi plus fragiles leurs établissements en cas de retournement de conjoncture. Par ailleurs, de nombreux établissements ont pris des

risques substantiels en empruntant à très court terme sur les marchés de gros : tel était le cas de Northern Rock, dont les trois-quarts des dépôts étaient obtenus de cette manière auprès d'un nombre restreint d'emprunteurs, tandis que la majeure partie de ses fonds étaient investis dans des crédits hypothécaires à risques, par définition non mobilisables rapidement. Si elle profitait ainsi des différentiels de taux, Northern Rock s'exposait aussi à un besoin constant de refinancement, y compris sur les prêts qu'elle avait déjà accordés. Le gel des marchés interbancaires au cours de l'été 2007 a ainsi entraîné une crise de liquidité qui lui fut fatale. Ce gel a été la conséquence directe des effets, sur les marchés, de la crise des *subprime*. Constatant, à l'été 2007, que les marchés de titrisation de *subprime* notés AAA n'assuraient plus la liquidité, les investis-

CERTAINS ÉTABLISSEMENTS FINANCIERS ONT PÉCHÉ PAR EXCÈS DE CONFIANCE EN PENSANT QUE LES MARCHÉS DE L'ARGENT ASSURERAIENT LE FINANCEMENT DES CRÉDITS LONGS PAR DES RESSOURCES À COURT TERME.

seurs se sont brutalement retirés de tous les marchés de produits structurés, provoquant une crise des marchés de la liquidité et du crédit. Aux États-Unis, les cas de Bear Sterns en mars 2008 et Lehman Brothers en septembre de la même année illustrent aussi les problèmes de liquidités qui ont affecté les banques d'affaires outre-Atlantique. La décision – difficilement explicable a posteriori – des autorités américaines de se porter au secours de la première et de laisser la seconde faire banqueroute six mois plus tard aura toutefois été un facteur crucial dans l'aggra-

vation de la crise de liquidité, en faisant sortir les investisseurs professionnels de tous les marchés de taux, en dehors de ceux des bons du Trésor, du fait d'un *fly to quality* des investisseurs. Il en résulta une crise de confiance généralisée qui, au-delà des investisseurs, s'est étendue aux consommateurs eux-mêmes, entraînant ainsi le ralentissement de l'économie toute entière.

Enfin, l'absence complète d'éthique de certains acteurs financiers ne saurait être passée sous silence. L'avidité sans limites de certains spéculateurs a pu les porter à s'affranchir de toutes les règles et mettre ainsi en péril la confiance sans laquelle les marchés ne peuvent prospérer. L'affaire Madoff en est l'illustration la plus spectaculaire.

La responsabilité collective d'une bonne part établissements financiers américains dans le déclenchement de la crise est donc non négligeable. Elle doit toutefois être tempérée par un constat. L'emballement qui s'est produit sur les marchés, en particulier celui des produits structurés, a été collectif. Les acheteurs qui ont voulu une rémunération plus élevée, et accepté de ce fait une prise de risque majorée, en sont aussi responsables que ceux qui ont construit ces produits. En réalité, l'essor de ces produits, et l'emballe-

ment qui l'a accompagné, n'était que le résultat d'un optimisme démesuré quant aux capacités du « marché ». À l'origine de cet optimisme, gisait l'illusion d'une généralisation de « marchés liquides et équilibrés » capables de fixer le juste prix de tous les actifs à chaque instant.

3. L'ILLUSION « DES PSEUDO-MARCHÉS »

Au début des années 1980, les marchés financiers entament leur trajectoire de développement et de succès dans le sillage de la dynamique de libéralisation initiée à l'origine aux États-Unis qui a progressivement ouvert les marchés de taux de toute maturité à un nombre croissant d'investisseurs. Le mouvement a été suivi au Royaume-Uni, et en France à partir de 1985. Sur ces prémices, les marchés financiers connaîtront par la suite un développement continu porté par l'expansion des échanges mondiaux et l'innovation financière. Les marchés paraissent alors pouvoir embrasser un éventail toujours plus large d'actifs et de risques. Avec le développement rapide des options dans les années 1990, la communauté financière a acquis progressivement la certitude que les marchés pourraient à terme couvrir et coter des catégories toujours plus complexes de produits – dérivés, puis structurés – et des sous-jacents aux caractéristiques hétérogènes, y compris les plus atypiques. Mais au cours de cette transformation et de ce développement fulgurant, un nombre croissant de transactions s'est éloigné de la définition et des règles de fonctionnement qui doivent prévaloir dans les mécanismes d'échange pour que l'on puisse véritablement qualifier ces derniers de « marchés ».

En effet, un marché se doit de disposer d'une liquidité et d'une profondeur suffisantes, permettant à des investisseurs de procéder à des évaluations concurrentes des actifs échangés sur la base d'une information fiable, pertinente et régulière. Seule cette pluralité d'appréciations formées par des investisseurs aux profils et aux intérêts divergents permet en effet de conférer à la valeur de marché un caractère véritablement représentatif, qui justifie qu'elle soit prise en compte ensuite dans les mesures de performance et les états financiers. L'absence d'asymétrie d'information entre les acteurs participant à la transaction est une condition particulièrement importante pour assurer la liquidité parce qu'elle implique, en cas de signal négatif, une simple baisse du prix de l'actif en question, et non la disparition des acquéreurs potentiels du marché lui-même – ce qui conduirait à l'effondrement des valorisations sur ce dernier. Le développement de certains des produits mis en cause par la crise s'avère très éloigné de ces conditions qui doivent soutenir le fonctionnement des marchés. Ces produits, supposés être comptabi-

lisés à une valeur de marché, n'avaient en réalité pas d'existence de marché car ils étaient le fruit d'une fabrication sur mesure, et leur prix se négociait de gré à gré (produits *Over The Counter*). Inversement, les marchés « classiques » (actions, titres d'État ou garantis par les États) qui ont continué à répondre aux critères de liquidité et de profondeur mentionnés plus haut n'ont jamais perdu, même au plus fort de la crise, leur fonction essentielle d'allocation des actifs.

Directement incriminés sont les produits issus notamment de la titrisation des fameux crédits *subprime*, dont l'encours a littéralement explosé au cours des dernières années : alors que moins de la moitié (46 %) de ces prêts étaient titrisés en 2001, cette fraction s'élevait à 81 % en 2006. De manière plus large, l'encours des produits issus de la titrisation de créances hypothécaires (MBS, CMO) et des autres crédits aux

LA CASCADE D'INTERMÉDIAIRES IMPLIQUÉS DANS LES OPÉRATIONS DE TITRISATION A CONDUIT À ÉLOIGNER ENCORE DAVANTAGE LES TRANSACTIONS FINANCIÈRES DE LA SEULE SOURCE INCONTES- TABLE DE LIQUIDITÉ, À SAVOIR LES BANQUES CENTRALES.

ménages (ABS) aux États-Unis avait, à la veille de la crise, été multiplié par trois en dix ans, si bien que leur montant représentait en 2007 plus de 40 % du crédit obligataire, soit davantage que les obligations émises par les entreprises ou le Trésor américain. Si les opérations de titrisation concernaient à l'origine des créances bancaires relativement homogènes, la sophistication de la technique de titrisation a conduit à agréger au sein de produits à la structuration toujours plus complexe (CDO, *First to Default...*) des crédits et des instruments financiers de natures diverses, regroupés par niveaux de risques supposés simi-

laires au sein de « tranches » qui étaient distribuées ultérieurement à des investisseurs aux profils de risque différenciés.

Toutefois, la multiplication des intermédiaires impliqués dans les processus de titrisation explique que ces transactions ne pouvaient être comparées à celles ayant lieu sur un marché « classique ». D'une part parce qu'elles entraînaient des asymétries d'information considérables entre émetteurs des prêts initiaux et acquéreurs finaux quant aux risques réellement associés aux produits en question, d'où les difficultés de valoriser ceux-ci une fois la suspicion lancée sur le secteur hypothécaire américain suite aux premières défaillances de ménages *subprime*. D'autre part, parce qu'à l'encontre de l'objectif recherché – transformer un capital inerte (i.e. les créances hypothécaires immobilisées au sein des bilans bancaires) en capital « vivant », permettant aux établissements financiers d'accroître leur capacité de financement – cette cascade d'intermédiaires impliqués dans les opérations de titrisation a conduit à éloigner

encore davantage les transactions financières de la seule source incontestable de liquidité, à savoir les banques centrales.

Par ailleurs, si le développement des dérivés de crédit, censés protéger les établissements bancaires des risques de solvabilité de leurs emprunteurs, a été exponentiel, passant de 0,9 à 62 trillions de dollars de fin 2001 à fin 2007, il s'est effectué exclusivement sur des marchés de gré à gré, échappant par définition à toute organisation. En outre, ces produits, de complexité variable, présentaient un très faible niveau de standardisation, et la qualité de leurs actifs sous-jacents souffrait fréquemment d'une insuffisante lisibilité, que les évaluations des agences de notation ne pouvaient à elles seules assurer. De plus, étant traités en dehors de marchés organisés, aucune chambre de compensation ne venait assurer la transparence des prix et la prise de garanties contre le risque de contrepartie au moyen des instruments habituels (appels de marge, collatéraux, dépôt de trésorerie).

En conséquence, les déficiences de liquidité et d'information qui préexistaient dès l'origine dans les transactions sur risques de crédit de type *subprime* empêchent de leur reconnaître véritablement la qualité de « marché ». La polarisation du système financier sur de tels modes d'échanges a favorisé l'aggravation des vulnérabilités qui allaient ensuite précipiter la crise financière et sa contagion à l'ensemble de l'économie.

Cette vision particulièrement extensive du marché a en outre été consacrée par les nouvelles normes comptables : en Europe, les IFRS. Celles-ci ont en effet imposé de comptabiliser un plus grand nombre de postes du bilan et du compte de résultat à la valeur de marché, définie dans ces normes comme la valeur d'échange prévalant sur un marché actif. Ce faisant, ces normes se fondaient sur un concept de marché particulièrement extensif, sans tenir suffisamment compte des niveaux de liquidité ou des degrés d'organisation des différents espaces de transactions sur lesquels les valeurs dites de marché pouvaient être constatées. Si en période normale, la valeur de marché peut aisément être observée sur des marchés liquides, il n'en va pas de même lorsque les actifs considérés ne font l'objet que d'une négociation de gré à gré, et que l'insuffisance de liquidité et de lisibilité sur leur qualité empêche une valorisation appropriée.

Du fait de cette vision dévoyée et extensive du marché, les normes IFRS ont largement contribué à amplifier la volatilité et la panique des marchés financiers. Les rigidités de normes reposant implicitement sur une hypothèse de liquidité et de bon fonctionnement des marchés ont ainsi posé, dans le contexte de crise, de graves difficultés aux entreprises, en particulier dans le secteur financier. Les possibilités très limitées de déclassi-

fication des actifs ont contraint les entreprises à comptabiliser leurs actifs sur la base de valeurs d'échange ayant perdu toute représentativité dans un contexte de dysfonctionnement et d'évaporation de liquidité. Ce mécanisme néfaste a ainsi obligé les banques à augmenter leurs besoins en fonds propres, pour faire face à des dépréciations d'actifs, qui reflétaient souvent le dysfonctionnement de certains marchés, bien plus que des véritables pertes de valeur.

Plus largement, on peut s'interroger sur la vision de l'entreprise qui sous-tend la conception de ces nouvelles normes comptables. En insistant davantage sur les variations du bilan – dont les éléments devaient être évalués à une illusoire « juste valeur » – l'IASB témoignait d'une conception singulière de l'entreprise, davantage perçue sous un angle « patrimonial » ou liquidatif, que comme une communauté d'exploitation dont le compte de résultat aurait mesuré la bonne gestion. Cette vision singulière de l'entreprise avait l'avantage de plaire aux banques d'investissement, pour lesquelles on peut faire commerce à tout instant de tout ou partie des entreprises. Elle correspondait aussi aux souhaits des auditeurs : en « externalisant » l'évaluation des actifs de l'entreprise au « marché », ces derniers pouvaient ainsi se défaire d'une part de leur responsabilité, qui avait été mise en cause après le scandale Enron.

4. LA DÉFAILLANCE DES GARANTS TRADITIONNELS DU BON FONCTIONNEMENT DU SYSTÈME FINANCIER

Dans ce nouveau système financier, caractérisé avant tout par une complexité accrue, les marchés auraient dû pouvoir s'appuyer sur un ensemble de garants assurant une évaluation précise et impartiale des risques en circulation. Traditionnellement, différentes catégories d'intervenants contribuent au bon fonctionnement des marchés : les agences de notation, les superviseurs du système financier et, sur un plan plus macro-économique, les banques centrales qui assurent le pilotage de la liquidité et peuvent jouer un rôle de prêteur en dernier ressort.

L'évaluation des risques reposait largement sur l'appréciation formulée par les agences de notation. Or celles-ci se sont montrées dépassées. D'une part, les échelles de notation utilisées n'ont pas suivi le mouvement de sophistication des produits notés : elles sont demeurées identiques, que le risque considéré soit celui d'une simple obligation (qui dépend d'une entreprise considérée isolément) ou d'un CDO nettement plus complexe (qui agrège des produits divers qui peuvent être interdépendants). Le diagnostic

transmis aux marchés était donc par nature simplificateur. Ensuite, les analyses de risques réalisées se sont au mieux concentrées sur l'évaluation des seuls risques de crédit, sans prendre en compte les importants risques de liquidité qui pesaient sur la valeur d'actifs peu lisibles et peu standardisés, cotés sur des espaces de transaction ne répondant pas aux critères traditionnels du marché. Enfin, l'impartialité même des notations publiées a été parfois mise en doute par les conflits d'intérêts existant en l'absence d'une séparation claire entre des activités de *rating* proprement dites et des prestations de conseil portant sur la structuration de produits destinés à être ensuite soumis à évaluation.

Le système financier a en partie pâti d'un dispositif de régulation insuffisamment efficace aux États-Unis. Si le secteur bancaire était l'un des plus réglementés, des pans entiers du système financier y ont en revanche échappé aux superviseurs. La régulation des banques d'investissement par la SEC s'est révélée à l'expérience assez illusoire. Sur un plan institutionnel ensuite, la communauté des superviseurs a souffert d'une excessive fragmentation. Les superviseurs sont souvent spécialisés sur un secteur ou une problématique donnés, ce qui leur a interdit de suivre l'évolution de la répartition des risques au sein de l'ensemble du système financier, toutes catégories d'acteurs confondues (cf. le problème des *monolines*). D'autre part, la supervision s'effectue encore sur la base des échelons nationaux, alors que l'intégration des marchés financiers a largement progressé aux niveaux européen et international. Des arbitrages réglementaires ont ainsi permis à certains établissements de prendre des risques inconsidérés, notamment en matière de levier.

Enfin, sur un plan plus macroéconomique, la circulation rapide des masses de liquidités disponibles a généré au cours des dernières années une succession néfaste de bulles spéculatives suivies de leur brusque dégonflement quand l'engouement des investisseurs passait d'une classe d'actifs à l'autre. Qu'il s'agisse des valeurs de l'internet, des matières premières, des actifs immobiliers, et globalement de la plupart des valeurs, ces dynamiques de bulle ont apporté une sur-volatilité perturbant les entreprises, en même temps qu'elles offraient des opportunités de profits déconnectées des fondamentaux de l'économie. Or la position des banques centrales avant la crise était généralement que leur mission consistait à se concentrer sur l'inflation et la croissance, et non sur la stabilisation du prix des actifs, ce qui explique qu'elles n'aient pas réagi aux nombreuses alarmes qui s'élevaient quant aux signes annonciateurs de la crise d'août 2007.

2

Le risque du grand bond en arrière

1. LE RETOUR DES ÉTATS : UNE INTERVENTION LÉGITIME, AFIN DE RESTAURER LA CONFIANCE

En août 2007, l'illiquidité de certains produits de titrisation des crédits *subprime* a provoqué une défiance pour tous les marchés de produits structurés et une crise rampante des marchés de la liquidité et du crédit. À l'automne 2008, la faillite de Lehman Brothers a débouché sur la crise de l'ensemble des marchés de taux du secteur productif et à un *fly to quality* des investisseurs au profit exclusif des titres émis par les États.

Face à cette crise de confiance généralisée, l'intervention des États était indispensable pour éviter la matérialisation d'un risque systémique qui aurait dévasté l'ensemble de la sphère financière. Les banques centrales sont intervenues simultanément à partir de l'été 2007 pour assurer la liquidité du système financier en fournissant des ressources, et en abaissant progressivement leur coût. Leur action coordonnée a été efficace ; mais elle n'a pas permis de rétablir un fonctionnement normal des marchés du crédit et de la liquidité. Quant aux États, leurs interventions ont d'abord visé à éviter des crises de solvabilité de certains établissements, notamment aux États-Unis et au Royaume Uni. Le Trésor américain et la Fed ont organisé et financé les plans de soutien ou de sauvetage de Fanny Mae et de Freddy Mac, spécialistes du crédit hypothécaire, de l'assureur AIG, des banques d'investissement et de plusieurs grandes banques commerciales américaines. Au Royaume-Uni, Northern Rock a été nationalisé, et l'État a pris des participations massives au capital de RBS et de Lloyds HBOS.

Sous l'impulsion de la Présidence française, l'Europe a réagi dès le mois d'octobre 2008 par un programme d'actions nationales visant à éviter que le tarissement des marchés du crédit s'accompagne d'une contraction des financements bancaires qui étoufferait l'activité économique. En France et en Italie notamment, des mécanismes publics ont été créés pour fournir aux banques en bonne santé, en tant que de besoin, les moyens de financement que les marchés ne pouvaient plus assurer. Ailleurs le sauvetage d'établissements en difficulté a été organisé.

Il est rapidement apparu nécessaire d'accompagner ces mesures de sauvegarde du système financier de plans de soutien de l'activité économique. Le ralentissement cyclique dans lequel était entrée l'économie américaine en 2007, et que commençaient à suivre quelques autres économies nationales, s'est en effet transformé en rupture brutale à la suite de la perte de confiance généralisée provoquée par la faillite de Lehman Brothers. Des interventions publiques générales et coordonnées étaient indispensables pour faire redémarrer la machine économique. Elles le sont d'autant plus que pour la première fois dans l'histoire, les économies de tous les pays sont simultanément affectées par cette phase de ralentissement cyclique, ce qui en amplifie les effets.

L'État est donc de retour, pour limiter et écourter la crise économique comme pour conjurer le risque systémique qui pèse sur la sphère financière, et renforcer la capacité d'action de celle-ci au service de l'économie. Nul ne peut aujourd'hui contester la nécessité de ses interventions.

Faut-il pour autant remettre en cause l'économie de marché globalisée et opposer économie réelle et économie financière pour organiser un retour à une économie administrée et fermée financée par des banques nationalisées ? Faut-il diaboliser l'innovation financière et adopter des réglementations rigides et fermées sur les marchés financiers ? Si l'on s'engageait dans une telle voie, le risque serait grand de voir l'économie plonger dans une phase de régression qui lui ferait perdre une partie des bienfaits et avantages accumulés au cours des vingt dernières années. Il faut à tout prix l'éviter : le coût en serait considérable pour les perspectives de croissance économique et le bien-être collectif.

2. UNE REMISE EN CAUSE DE L'ÉCONOMIE DE MARCHÉ GLOBALISÉE SERAIT NÉFASTE

En dépit de sa grande complexité, la crise actuelle n'illustre aucunement l'inefficacité du marché comme instrument de régulation de notre système économique. Les vertus du marché méritent ici un bref rappel. La capacité du marché à remettre en cause les modèles qui lui sont soumis, y compris les plus séduisants et les mieux établis, reste intacte malgré la crise. Les économistes des XVIII^e et XIX^e siècles ne s'y étaient pas trompés en soulignant la dimension proprement « révolutionnaire » du marché à cet égard, qui en faisait un véritable pendant, sur le plan économique, de la démocratie sur le plan politique. Face aux marchés et à la pluralité des investisseurs, il n'est en effet d'illusions ou de prétentions qui puissent se pérenniser si elles s'avèrent infondées.

Tôt ou tard, le marché finira toujours par sanctionner les projets les moins pertinents ou les plus hasardeux. En outre, le marché est et demeure le meilleur outil connu d'agrégation de l'ensemble des besoins et anticipations des agents économiques, et permet donc de réaliser cette synthèse vitale des informations disponibles qui assure aux entreprises l'horizon de prévisibilité et de confiance nécessaire pour mener à bien leur activité.

Toutefois, face à des marchés ayant connu une extension probablement excessive de leur périmètre et de leur champ de compétences, la crise a opéré une distinction très nette entre les espaces de transaction selon qu'ils répondaient ou non aux critères présidant à la définition « classique » de marché.

Des prétendus marchés ont ainsi pu connaître un développement trompeur, qui a pu un temps cacher leurs faiblesses intrinsèques. Ces marchés, sur lesquels circulaient des titres et des risques peu lisibles et mal compris, se sont en effet révélés très vulnérables et ont rapidement évolué vers une situation de blocage et de perte totale de liquidité dès les prémices de la crise. À l'inverse, des « marchés » beaucoup plus solides, adossés sur une organisation et une infrastructure garantissant leur bon fonctionnement, ont pu traverser les turbulences, à l'instar des marchés obligataires et actions, même si ce fut au prix d'ajustements marqués et d'une augmentation de la volatilité.

LE MARCHÉ EST ET DEMEURE
LE MEILLEUR OUTIL CONNU
D'AGRÉGATION DE L'ENSEMBLE
DES BESOINS ET ANTICIPATIONS
DES AGENTS ÉCONOMIQUES.

La crise ne saurait donc constituer un prétexte commode pour conclure au dysfonctionnement généralisé du marché. En revanche, elle a souligné l'excès d'optimisme qui a conduit la communauté financière à croire en une extension continue des marchés y compris jusqu'à des classes d'actifs inadaptés aux marchés, parce que particulièrement atypiques ou difficiles à apprécier.

La crise montre clairement que pour surmonter les turbulences, les marchés devraient dorénavant pouvoir s'appuyer impérativement sur un degré d'organisation et une infrastructure de fonctionnement proportionnés aux différentes classes d'actifs ou de risques considérés.

La contamination des marchés « sains » par la défiance née des « pseudo-marchés » a entraîné un retour des États dans le circuit économique, afin de faire face aux menaces de risque systémique et de *credit crunch*. Ces interventions ont été salutaires : la disparition de la confiance les a légitimées. Toutefois, dans un contexte de fort ralentissement de l'économie mondiale, la tentation d'accompagner ces interventions de mesures protectionnistes est forte. Ces mesures peuvent être implicites : pause dans

les restructurations transfrontalières, aides conditionnées à la défense des intérêts nationaux ; elles peuvent explicitement prendre la forme d'augmentation des tarifs douaniers, en particulier dans les pays émergents. Aux cotés du classique protectionnisme commercial, émergent des nouvelles formes de protectionnisme financier, qui pourraient s'avérer tout aussi néfastes. Ainsi, les plans de relance nationaux ne doivent pas conduire à une lutte inter-étatique pour la captation de l'épargne mondiale. La fluidité internationale des capitaux est tout aussi importante que celle des biens pour maintenir notre niveau de bien-être. Cette tentation protectionniste doit être sévèrement combattue : l'histoire a montré que les maux qui en résultent sont bien plus grands que ses illusoire bienfaits.

3. « ÉCONOMIE RÉELLE » CONTRE « ÉCONOMIE FINANCIÈRE » : UNE OPPOSITION INFONDÉE

Par la violence de son impact et les reproches qu'elle suscite à l'encontre des responsables du secteur financier, la crise a ravivé les oppositions anciennes entre un « capitalisme financier » forcément coupable et un « capitalisme industriel » forcément vertueux.

En substance, il est reproché au secteur financier d'être un secteur « virtuel », ayant privilégié une croissance séparée et aut centrée, *in fine* néfaste pour le reste de l'économie en raison de l'instabilité qui lui serait inhérente.

Afin de désamorcer ces critiques, il convient en premier lieu de rappeler que la finance constitue en elle-même une industrie, forte de plusieurs centaines de milliers d'emplois en France – en particulier dans l'assurance et la banque de détail. Ce secteur est particulièrement important en raison de ses effets d'entraînement sur le reste de l'économie, et reste en outre l'un des rares secteurs sur lesquels les économies développées peuvent conserver un avantage comparatif. Quelles que soient leur origine et leur destination, les capitaux du monde entier doivent pouvoir continuer à être alloués et traités par nos systèmes et institutions financières. Il s'agit là d'un enjeu de compétitivité majeur pour la place de notre économie dans le monde.

Ensuite, le système financier participe, au même titre que le reste de notre économie, à la création de valeur sur laquelle nos richesses et notre bien-être sont assis. Cette création de valeur prend de multiples formes. Elle se traduit tout d'abord par la recherche constante d'une optimisation de l'allocation des capitaux au sein de l'écono-

mie, le système financier contribuant, par la recherche d'un couple risque/rendement optimal, à assurer le financement et donc le développement des secteurs d'activité les plus prometteurs. La création de valeur se traduit également par l'apport d'une flexibilité appréciable par les entreprises, en proposant des instruments de financement adaptés au profil de chacune, qu'il s'agisse de multinationales, de start-up ou de PME. Enfin, en offrant aux entreprises des possibilités multiples de mutualisation et de couverture de risques de toute nature, le système financier leur permet de se protéger et de trouver, à l'heure de la mondialisation, la stabilité et la prévisibilité nécessaires à leurs investissements et, plus largement, à leur développement.

Enfin, la sphère financière reste intrinsèquement liée à l'économie toute entière, puisqu'elle ne fait que refléter *in fine* les performances et le développement des entreprises. Sur le long terme, seule la création de richesses de l'ensemble du système économique peut en effet être traduite dans les variables financières, toute recherche d'un rendement déconnecté de la réalité étant condamnée à emprunter nécessairement la voie dangereuse de la spéculation ou de la prise de risques inconsidérés.

4. L'INNOVATION FINANCIÈRE EST-ELLE COUPABLE ?

L'innovation financière constitue un processus naturel, tout aussi légitime que l'innovation technologique, en permettant à un système de se développer en répondant plus étroitement et plus complètement aux besoins des agents économiques.

Dans ce domaine également, la valeur ajoutée de l'innovation financière mérite d'être rappelée.

Si la titrisation figure actuellement au premier rang des accusés, il importe de rappeler que la circulation des titres de dette sur les marchés a apporté une flexibilité et une concurrence dont les entreprises ont été directement bénéficiaires. La transférabilité des titres de dette a en effet abaissé le coût de financement supporté par les entreprises lors de l'appel aux marchés, ce qui leur a permis de financer plus aisément leurs investissements et leur développement. Même après la crise, la titrisation demeure donc un instrument économiquement pertinent et favorable aux entreprises. En revanche, son détournement pour permettre le transfert, dans l'opacité, de titres de dettes de mauvaise qualité mérite évidemment d'être prévenu par une réglementation et des contrôles adéquats.

De même, les produits dérivés souffrent aujourd'hui d'un certain scepticisme. Pourtant ce sont de tels produits, *swaps* ou options plus ou moins sophistiqués, qui permettent aux entreprises de mutualiser et de couvrir leur exposition aux risques financiers. Face à des évolutions des variables financières aussi violentes que celles connues sur les prix du pétrole ou sur le cours du dollar, ces produits se sont avérés extrêmement utiles en permettant aux entreprises d'atténuer ou d'amortir sur la durée l'impact de tels chocs. S'ils rendent possible la spéculation, les produits dérivés offrent avant tout aux entreprises le niveau minimal de sécurité et de confiance leur permettant de mener à bien leurs opérations.

En revanche, il est manifeste qu'un certain nombre d'innovations financières plus audacieuses se sont avérées probablement contre-productives dès lors qu'elles n'ont pas pu s'appuyer sur une organisation transactionnelle et informationnelle répondant à la définition traditionnelle de marché. Le détournement de produits dérivés aussi complexes que certains types de CDO, CDO « au carré » et autres produits structurés, n'a en réalité contribué qu'à accroître l'opacité des transactions et à amplifier davantage la confusion des agents économiques au cours de la crise. N'ayant pas pu s'appuyer sur de véritables marchés, ces innovations excessivement complexes et peu lisibles ont d'ailleurs naturellement disparu dans le contexte d'une recherche de plus grande transparence et du retour d'une aversion généralisée pour le risque.

Pour éviter ces facteurs de fragilité, il est donc très important que les segments de marché les plus complexes puissent s'appuyer « aux étages inférieurs » sur de « vrais » marchés, organisés, liquides et transparents, leur permettant de s'adosser à des produits plus simples, correspondant à certains des risques ou actifs particuliers présents dans les structures complexes. Dans ce contexte, les diverses initiatives en cours visant à créer des marchés organisés sur CDS sont particulièrement opportunes, en soutenant indirectement les transactions sur les dérivés de crédit plus complexes. Des produits sophistiqués peuvent être utiles pour répondre aux besoins de certaines entreprises et de certains investisseurs, pour couvrir certains risques. Mais s'ils n'ont pas les caractéristiques fondamentales d'un bien échangeable sur un marché classique, ils ne devraient plus être appelés produits de marché. Il convient d'assurer une information transparente sur leurs caractéristiques et leurs risques à ceux qui les utilisent. Il serait normal que leur traitement prudentiel et comptable soit différent de celui des produits de marchés. La dynamique de l'innovation financière doit également pouvoir s'appuyer sur une montée en puissance parallèle des contrôles opérés à tous les niveaux : par les agences de notation pour l'évaluation de la qualité des actifs, par les banques elles-mêmes pour le suivi des risques de marchés et de modèle incorporés, enfin par les superviseurs et les

banques centrales pour assurer un pilotage global du développement des nouveaux marchés en limitant le risque systémique que ceux-ci pourraient porter en germe.

Au-delà des critiques d'ordre « technique » portant sur la dangerosité supposée de certains des produits les plus sophistiqués, un autre reproche fait à l'innovation financière est de ne voir en celle-ci qu'un moyen pour les acteurs financiers de donner libre cours à leur pulsion spéculative. Si la méfiance vis-à-vis du caractère « chrématistique » de la finance – ainsi Aristote désignait-il l'accumulation contre nature de la monnaie pour la monnaie – n'est pas infondée face à ce qu'il faut bien appeler l'avidité de certains comportements individuels, force est de constater cependant que sans un mélange de réglementations inadaptées et de laxisme dans leur mise en œuvre, ces comportements n'auraient pas reçu autant d'incitations à se déployer.

5. « PLUS » OU « MOINS » DE RÉGULATION : UN FAUX DÉBAT

La profondeur inédite depuis longtemps de la récession en cours, et la contagion rapide de la crise du secteur financier à l'économie toute entière témoignent clairement de ce que la stabilité, l'efficacité et la rationalité du fonctionnement du système financier constituent des biens publics, dont la responsabilité dépasse celle des seuls banquiers. Toutefois, la vision d'une finance débridée qu'il s'agirait de tempérer par une réglementation rigide à l'excès ne résiste pas à l'analyse. D'une part parce que la vague de « déréglementation financière » qui s'est produite au cours des trente dernières années n'a jamais signifié, du moins dans l'esprit de ses concepteurs, l'absence de toute régulation, mais partait du constat que la disparition des carcans qui entravaient le développement du crédit devait s'accompagner d'une responsabilisation des acteurs financiers. Si cette autorégulation a aujourd'hui montré ses limites, l'histoire a aussi prouvé que l'imposition, par les pouvoirs publics, d'une réglementation rigide pouvait elle aussi s'avérer contre-productive et inefficace en freinant le développement économique et en donnant lieu à des arbitrages réglementaires. Au demeurant, même les plus ardents défenseurs du « laisser-faire » en la matière ont toujours reconnu la légitimité d'une réglementation du secteur financier par les pouvoirs publics, tant en ce qui concerne la protection de l'épargne que pour tempérer le caractère naturellement « procyclique » du secteur bancaire. Or, à cet égard, le système de régulation actuelle a failli dans son rôle – et cela, en particulier aux États-Unis où, contrairement aux idées reçues, le secteur financier reste l'un des secteurs économiques les plus réglementés. Plus que l'absence de régulation, c'est donc l'inadaptation de celle-ci qui est réellement en cause.

Les principales lacunes de la régulation actuelle tiennent premièrement à un périmètre inadéquat. De larges pans du système financier, tels les organismes de prêts *subprime*, mais aussi les *hedge funds*, les transactions avec les centres *off-shore* ou les banques d'investissement aux États-Unis, échappaient de fait à toute forme de régulation. Le scandale Madoff a constitué une dernière illustration du coût de ces lacunes. En ce qui concerne la protection des consommateurs, qu'ils soient emprunteurs ou épargnants, la défaillance du régulateur américain est aussi manifeste.

PLUS QUE L'ABSENCE
DE RÉGULATION, C'EST
L'INADAPTATION DE CELLE-CI
QUI EST RÉELLEMENT
EN CAUSE.

D'autre part, la régulation actuelle a contribué à amplifier les phénomènes de cycles qui rythment périodiquement la vie du système financier. Cette propension structurelle à la cyclicité est liée à des phénomènes bien connus. En période d'optimisme, l'appréciation des actifs financiers renforce les garanties prises par les prêteurs, ce qui facilite ainsi l'accès au financement. À l'inverse, en

période de moindre confiance, la dépréciation des actifs et le rebond de l'aversion pour le risque produiront des effets rigoureusement opposés. De mauvais crédits, dits *subprime*, ont pu ainsi être massivement octroyés aux États-Unis, accompagnant de ce fait la formation d'une bulle spéculative majeure sur l'immobilier. La lutte contre ces effets de cycle aurait dû constituer l'un des premiers objectifs de la régulation ; pourtant certaines des nouvelles normes de solvabilité bancaire (Bâle II) se sont, au contraire, révélées procycliques. En particulier, les normes minimales de fonds propres couvrant les expositions à certains risques de marché ont été insuffisantes dans leur niveau, et procycliques dans leur dynamique. Les modèles internes utilisés, de type *Value at Risk*, se fondent en effet sur une hypothèse implicite de liquidité et de maintien des potentiels de diversification des portefeuilles. Or la crise financière a infirmé dans plusieurs cas ces deux hypothèses, en même temps qu'elle a mis fin à la croyance des agents en un processus d'extension continue du marché à des classes d'actifs, à des risques et à des produits toujours plus complexes. La crise a montré au contraire à quel point la liquidité et la confiance constituaient des actifs primordiaux, qu'un cadre de régulation approprié devait s'attacher à préserver.

Un cadre de régulation nouveau doit donc être élaboré. Ce cadre doit se fonder sur un corpus de normes comptables et prudentielles améliorées, traitant les lacunes des normes actuelles, en s'attachant notamment à en limiter la procyclicité et à éviter que les épisodes d'excessive volatilité ne se diffusent dans l'ensemble du tissu économique.

Ce cadre doit en outre être porté par des superviseurs du système financier à la crédibilité et aux pouvoirs renforcés. La crise actuelle a montré l'ampleur des phénomènes de concentration des risques sur certains segments ou certains acteurs des marchés financiers. Cette propension structurelle à la surconcentration des risques doit bénéficier d'un traitement adéquat en amont. Pour ce faire, les superviseurs et banques centrales devraient pouvoir s'appuyer sur un appareil statistique plus complet, leur permettant de disposer d'une vision fiable de la circulation et des concentrations de risques au sein du système financier, en y intégrant bien sûr l'ensemble des transactions entre toutes les catégories d'agents et sur tous les types de marchés, qu'ils soient organisés ou de gré à gré. Sur la base de cette information, des mesures correctrices pourraient être prises en amont, afin de traiter préventivement les risques systémiques associés à une allocation déséquilibrée des actifs et des risques au sein du système financier.

Ensuite, le champ de compétences des superviseurs doit être élargi à l'ensemble du système financier, et se fonder sur une organisation institutionnelle simplifiée centrée sur un organe unique, notamment à l'échelon européen. Il est dans ce contexte important d'édicter les règles de supervision à un niveau cohérent avec le degré d'intégration de la sphère financière. Pour les appliquer, il faut resserrer les liens entre les superviseurs. La mise en place d'un système européen de superviseurs nationaux aux compétences renforcées et étendues à l'ensemble du système financier serait donc particulièrement souhaitable. Son articulation avec la Banque Centrale Européenne devrait par ailleurs être renforcée, en raison du rôle vital de prêteur en dernier ressort joué par cette institution face à la crise. Dans la mesure du possible, il serait également souhaitable que la définition des règles et leur interprétation soient réalisées à un niveau global, afin de refléter le caractère réellement intégré au niveau mondial de notre système financier.

En outre, les agences de notation doivent améliorer la pertinence de leur évaluation, notamment sur les produits complexes ; les méthodes d'évaluation et de notation des produits structurés devront ainsi être clairement différenciées de celles des États et des entreprises. Les agences de notations doivent aussi s'attacher à restaurer leur crédibilité en traitant de manière claire et définitive les conflits d'intérêts qui ont entaché l'impartialité de leur jugement.

Enfin les banques centrales peuvent, sur la base d'un éventail d'instruments élargi, mener une action préventive contre les dynamiques de bulles spéculatives, dont on voit actuellement à quel point la gestion a posteriori peut s'avérer coûteuse et délicate.

À l'avenir, il serait donc primordial que les banques centrales puissent mieux piloter la circulation de la liquidité dans le système financier en s'attachant notamment à briser, ou au moins à lisser, les dynamiques de bulles spéculatives. En complément avec la lutte contre l'inflation, les banques centrales devraient donc utiliser les instruments à leur disposition (à l'instar des réserves obligatoires) pour lutter préventivement contre les dynamiques de bulles spéculatives les plus dangereuses.

3

Renouer avec l'inspiration originelle du capitalisme

1. SOUTENIR L'ÉLAN ENTREPRENEURIAL

Dès lors que le régime de croissance artificielle fondé sur l'endettement paraît définitivement dépassé, il convient de restaurer un modèle fondé avant tout sur l'entrepreneuriat.

L'élan entrepreneurial est d'autant plus nécessaire qu'il s'inscrit dans un processus d'innovation. En ce sens, la recherche appliquée ainsi que le capital-risque doivent être favorisés pour soutenir cet effort d'innovation et sa concrétisation en création d'entreprises et d'emplois. Parallèlement, les barrières à l'entrée sur les marchés doivent également être abaissées lorsque cela est pertinent afin de favoriser la création d'entreprises. La création d'entreprises constitue en effet la forme de respiration par le bas nécessaire à la vitalité de notre économie. Pour autant, la logique entrepreneuriale ne saurait être le seul fait des structures de petite taille – start up ou PME ; elle est aussi à l'œuvre dans les plus grands groupes. Comment imaginer que ceux-ci, en France, aient su s'adapter si remarquablement à la mondialisation, jusqu'à occuper aujourd'hui souvent la place de leaders mondiaux dans leurs secteurs respectifs, sinon par l'impulsion d'une dynamique entrepreneuriale qui leur a permis de poursuivre leur développement en conquérant sans cesse de nouveaux marchés et en inventant sans cesse de nouveaux biens et services ?

L'innovation et la recherche doivent également donner les atouts dont notre tissu économique a besoin pour continuer à relever les défis de la mondialisation et de la concurrence. Dans le contexte de turbulences financières, l'activité industrielle reste fondamentale ; la crise révèle en effet que par des gains de productivité supérieurs et par ses effets d'entraînement, l'industrie constitue un soutien pérenne à la croissance de nos économies. Les pays qui ont vu leur activité industrielle diminuer au cours des dernières années, et qui ont cherché à masquer cette désindustrialisation par une croissance fondée sur une consommation dopée par l'endettement ou l'immobilier – tels les États-Unis, la Grande-Bretagne, l'Irlande ou l'Espagne – figurent malheureusement

aussi parmi ceux qui souffrent le plus de la crise actuelle. Pour autant, ceci ne doit pas conduire à sous-estimer l'importance des services, pour lesquels les pays développés comme le nôtre disposent d'un avantage concurrentiel, comme les services aux collectivités, les services financiers ou les transports... Cela d'autant plus que le secteur des services est très vaste (des services de proximité à la santé, en passant par le conseil) et qu'il représente la majorité des emplois de demain face à un secteur manufacturier dont la logique pousse à l'automatisation. Il s'agit donc moins d'opposer le secteur industriel et le secteur des services, que d'affirmer la nécessité de leur développement conjoint, les nouveaux modes de consommation tendant à attribuer autant de valeur aux produits eux-mêmes qu'aux services qui leurs sont associés.

Enfin, la crise a achevé de souligner les limites des stratégies de croissance par un endettement excessif. La vague de LBO se soldera en effet par une création de valeur probablement limitée. Par ailleurs, les études convergent pour souligner que dans près de la moitié des cas, les fusions-acquisitions ne créent pas de valeur. Toutefois, la création de rentes ou l'insuffisance de concurrence sur des marchés excessivement concentrés doivent continuer à être identifiées, puis traitées, afin de permettre la respiration par le haut de notre économie a besoin.

2. DÉVELOPPER LA FINANCE AU SERVICE DE L'ÉCONOMIE

Pour refonder l'économie de marché, il convient en premier lieu que les entreprises puissent bénéficier d'un système financier tourné vers la satisfaction de leurs besoins, qu'il s'agisse de l'accès au financement ou encore de leur fournir le niveau de confiance et de prévisibilité nécessaires à leur activité. En particulier, le système financier se doit de fournir aux entreprises des solutions de financement et de couverture des risques. L'évaporation de la liquidité et l'aversion excessive pour le risque qui caractérisent la situation actuelle ne doivent donc pas entraver la capacité du système financier à remplir ses missions.

À cette fin, les institutions financières doivent être dissuadées de chercher à atteindre des niveaux de rentabilité en complète déconnexion avec le rythme de création de richesses de l'économie. La recherche de *Return on Equity* supérieur à 25 voire 30 % peut en effet avoir des conséquences dommageables. Les réformes évoquées précédemment (lutte contre les bulles spéculatives par les autorités monétaires et meilleure appréciation des risques dans les normes de solvabilité) sont de nature à détourner le secteur financier de stratégies trop risquées.

En contrepartie, le secteur financier pourra se concentrer plus pleinement sur le service aux agents économiques, en se consacrant à assurer la flexibilité, la sécurité et la stabilité dont ceux-ci ont besoin pour mener leur activité et procéder aux investissements soutenant le dynamisme économique.

La flexibilité se traduira par une juste et saine circulation des capitaux et des risques au sein de l'économie. Pour éviter les écueils révélés par la crise, cette flexibilité reposera sur une infrastructure garantissant la qualité de l'information disponible et le bon fonctionnement des marchés.

La sécurité tient pour sa part à la mise à disposition des entreprises d'un ensemble d'instruments de couverture de leurs risques financiers. Cette sécurité financière contribuera à assurer le climat de confiance, base de toute activité économique.

La stabilité sera assurée, sur un plan macroéconomique, par la lutte menée par les autorités monétaires contre les dynamiques spéculatives et la circulation déstabilisante de la liquidité entre classes d'actifs. Sur un plan microéconomique, le traitement du caractère procyclique des normes comptables et de solvabilité contribuera également à garantir cette stabilité financière.

3. CONSOLIDER LE CAPITAL ET APPROFONDIR

LA PARTICIPATION DES ACTIONNAIRES

Il faut aujourd'hui revenir sur les formes de gestion active des fonds propres qui ont conduit à réduire progressivement la base de capital des entreprises en favorisant parallèlement le recours à l'endettement. Le capital constitue en effet un gage de solidité et de pérennité des entreprises, en particulier en cas de retournement de cycle. À ce titre toutefois, on peut se demander si des politiques de facilité monétaire ne fragilisent pas le capital des entreprises : quand le capital est « gratuit », il y a en effet moins de chance qu'il soit alloué efficacement et la recherche de rendement conduit à des prises de risque importantes, voire inconsidérées.

La restauration de l'économie de marché passe donc prioritairement par le renforcement des fonds propres des entreprises, et le rétablissement de primes de risque réellement différenciées. Ce renforcement des fonds propres devra s'effectuer selon plusieurs dimensions.

Les entreprises doivent pouvoir s'appuyer sur une base de fonds propres plus importante en regard de leur dette. Cette recapitalisation passe notamment par un effort d'épargne national destiné à renforcer la solidité de l'économie, sans qu'elle n'ait besoin de recourir à l'excès à des liquidités mondiales éminemment versatiles. Des mesures adéquates devront, dans ce cadre, être prises pour inciter davantage cette nouvelle épargne à venir se placer sur les actifs qui, à l'instar des actions, soutiennent le développement économique sur la durée.

IL EST IMPORTANT, POUR ASSURER UNE CERTAINE STABILITÉ DE L'ACTIONNARIAT, DE METTRE EN PLACE UN STATUT D'INVESTISSEUR DE LONG TERME.

Le renforcement des fonds propres passe en outre par une stabilisation de l'actionnariat. Si la pluralité des horizons de temps des différents investisseurs est une condition nécessaire au bon équilibre des marchés financiers, les cadres réglementaire et comptable actuels assurent mécaniquement le primat de l'investissement à court terme. Les performances de même que les risques des différentes classes d'investisseurs

ont en effet ceci de commun qu'elles sont toutes évaluées sur des horizons de court terme. D'autre part, comme on l'a vu plus haut, la conception qui sous-tend les nouvelles normes comptables repose sur une vision de l'entreprise singulière – celle d'un « bazar » où l'on évaluerait au quotidien chacun des rayons – qui permet difficilement de fidéliser un actionnariat sur la durée. Il est donc important, pour assurer une certaine stabilité de l'actionnariat, de mettre en place un statut d'investisseur de long terme au sein de certaines entreprises et de certains secteurs d'activité. Ce statut différencié se fonderait notamment sur le recours à des normes de mesure des performances, des risques et d'évaluation de la solvabilité qui retiendraient des horizons temporels significativement plus longs que les normes qui leur sont actuellement appliquées.

Enfin, le capital et l'actionnariat doivent être incités à participer davantage à la marche de l'entreprise. En garantissant la continuité de l'exploitation de l'entreprise et l'indépendance de celle-ci face à ses clients et ses créanciers, l'actionnaire se situe dans une relation de solidarité avec le destin de l'entreprise qui, davantage encore que le risque encouru, justifie sa primauté sur les autres parties prenantes. Cet affectio societatis s'est pourtant considérablement érodé au cours des dernières années, en raison notamment du développement de la gestion déléguée. La stabilité de l'actionnariat constitue une première étape vers une participation plus substantielle à la marche de l'entreprise. Le soutien, notamment fiscal, à l'actionnariat populaire et/ou de long terme permettrait sans doute de contribuer à restaurer le débat au sein des Assemblées Générales des entreprises. Le renforcement de l'affectio societatis impliquerait aussi

les entreprises qui devront s'attacher à mériter ces actionnaires de long terme par des politiques adaptées. Leurs dirigeants devront aussi accepter la plus grande implication de leurs actionnaires, contrepartie de leur engagement durable auprès de l'entreprise. Si la pression actionnariale est contraignante, dans la mesure où elle conduit les dirigeants d'entreprise à rendre compte de leurs activités de manière régulière et précise, elle constitue également un formidable aiguillon pour l'amélioration de la performance des entreprises.

4. RÉÉQUILIBRER LA RELATION DE L'ENTREPRISE À L'ENSEMBLE DE SES PARTIES PRENANTES

L'affectio societatis ne saurait être le fait des seuls actionnaires : si l'entreprise est la propriété de ces derniers, elle trouve sa légitimité dans sa contribution à la collectivité dans laquelle elle s'inscrit. L'entreprise devra donc satisfaire, et à tout le moins mieux prendre en compte, les intérêts de l'ensemble de ses parties prenantes, au premier rang desquels les actionnaires, les salariés et les clients. Ce rééquilibrage sera la condition d'un retour à une société de confiance, dans laquelle l'entreprise du XXI^e siècle, citoyenne et éthique, sera à nouveau synonyme de progrès.

Sur le plan matériel, cela impliquera que l'entreprise s'attache à maintenir un partage équitable de sa valeur ajoutée entre ses salariés, ses dirigeants et ses actionnaires. Dans un monde plus compétitif, elle devra également s'attacher à donner à ses salariés une formation professionnelle efficace qui leur permette de s'adapter continuellement aux évolutions rapides des qualifications dont notre économie a besoin. Afin de conforter la relation entre actionnaires et salariés, il serait également impératif de soutenir le développement de l'actionnariat salarié – même si la conjoncture actuelle rend cette perspective difficile – en contribuant ainsi utilement à l'effort d'épargne et de recapitalisation nécessaire au renforcement de notre économie.

Sur le plan des valeurs, l'entreprise de demain s'attachera à être citoyenne. À ce titre, l'affirmation selon laquelle le capitalisme se trouve par principe étranger au domaine de la morale doit être dépassée : elle constituerait, à l'heure actuelle, la pire défense d'un système dont la légitimité doit plus que jamais être affirmée.

La solidité de ce système a été à l'origine des progrès formidables du monde occidental au cours des quatre derniers siècles ; elle est aussi responsable du décollage rapide de nombre de pays émergents qui a permis, au cours des deux dernières décennies, de

sortir de l'état d'extrême pauvreté des centaines de millions d'êtres humains. Cette solidité repose sur un certain *ethos* impliquant chez des acteurs économiques – certes mus par la recherche de leur intérêt bien compris – de pouvoir compter sur le respect de certaines règles sociales fondamentales. Or c'est le relâchement de ces dernières, en libérant la cupidité sans limites de quelques-uns, qui a permis qu'une spéculation effrénée amplifie encore les dysfonctionnements macroéconomiques et les failles de la régulation évoquées plus haut. Si ces comportements ont pu se produire, c'est peut-être aussi parce que l'idée selon laquelle l'activité économique ne saurait être qu'au service d'autre chose qu'elle-même a été perdue de vue. La justification ultime de l'économie de marché est autant dans les progrès humains et sociaux qu'elle a pu permettre de réaliser que dans l'efficacité avec laquelle elle y est parvenue.

Enfin, au sein de ces valeurs qui définissent l'entreprise « citoyenne » du XXI^e siècle, le respect de l'environnement sera au premier plan. Pour que notre développement économique soit soutenable sur la durée, et ne pâtisse pas prochainement de goulets d'étranglement écologiques (comme dans une pénurie de telle ou telle matière première), il faudra également s'attacher dès à présent à développer les ressources renouvelables de demain, qui permettront de continuer à élever, de manière responsable, le niveau de bien-être de nos économies.

LES DERNIÈRES PUBLICATIONS DE L'INSTITUT DE L'ENTREPRISE

L'industrie dans l'économie (1981-2006) : une réalité pour notre avenir ?

Étude comparée de l'industrie en France et
dans les grandes puissances industrielles
depuis 25 ans

*Par le Cercle de l'Industrie et l'Institut de l'entreprise
(janvier 2009)*

La loi de règlement du budget 2007 : les prémisses d'une logique de résultat

*Par l'Observatoire de la Dépense publique
de l'Institut de l'entreprise (décembre 2008)*

La taxe carbone : mythe ou réalité ?

*Par la commission Modernisation de la fiscalité
de l'Institut de l'entreprise (septembre 2008)*

24 heures chrono - L'agenda des dirigeants

Par Bruno Cahen (avril 2008)

Réforme de la fiscalité du patrimoine : bilan et perspectives

*Par la commission Modernisation de la fiscalité
de l'Institut de l'entreprise (janvier 2008)*

Faut-il avoir peur de la réduction de la dépense publique ?

*Par l'Observatoire de la Dépense publique
de l'Institut de l'entreprise (janvier 2008)*

Impôt sur les sociétés : vademecum pour une réforme

*Par la commission Modernisation de la fiscalité
de l'Institut de l'entreprise (septembre 2007)*

Toutes nos publications sont téléchargeables sur notre
site internet : www.institut-entreprise.fr

Photo de couverture © indeepdark - Fotolia.com

Impression d'après documents fournis : bialec, (Nancy France) - Dépôt légal n° xxxxxx.

PRÉSIDENT

Michel Pébereau, président de BNP-Paribas

CONSEIL D'ORIENTATION

Robert Baconnier, président de l'ANSA *

Pierre Bellon, président du Conseil d'administration de Sodexo

Philippe Carli, président de Siemens France

François Gri, président de Manpower France *

Xavier Huillard, directeur général de Vinci *

Henri Lachmann, président du Conseil de surveillance de Schneider Electric *

Gérard Mestrallet, président- directeur général de GDF Suez *

Henri Proglio, président- directeur général de Veolia Environnement

Pierre Richard, administrateur de sociétés

Frédéric Saint-Geours, président de l'UIMM *

Ernest-Antoine Seillière, président du Conseil de surveillance de Wendel

Pierre Simon, président de la CCIP

Jean-François Théodore, directeur général adjoint de Nyse Euronext

Jean-Philippe Thierry, président des AGF

Pierre-Sébastien Thill, président du Directoire de CMS Bureau Francis Lefebvre

** Membres du Bureau*

Après la crise : renouer avec les fondamentaux de l'économie de marché

L'ampleur de la crise financière et son impact sur l'activité des entreprises constituent un choc majeur pour l'économie de marché. Cette crise a en effet ébranlé certains des principes fondamentaux sur lesquels reposait la confiance dans l'efficacité de notre système économique.

Dans ce cadre, la réflexion menée par l'Institut de l'entreprise poursuit trois objectifs :

- elle vise d'abord à éclairer, de façon synthétique, les mécanismes et les erreurs à l'origine de cette crise ;
- elle s'attache ensuite à prévenir les conclusions erronées qui pourraient naître d'une lecture superficielle de la crise, et à mettre en garde notamment contre les risques majeurs qui pourraient s'en suivre : le retour à une économie administrée et protégée du monde extérieur, et la rigidification du système financier sous l'effet de réglementations inadaptées ;
- elle vise enfin à jeter les bases d'une restauration de l'économie de marché, à partir des principes fondateurs d'un capitalisme renouvelé : réhabiliter la figure de l'entrepreneur, remettre la finance au service de l'économie, favoriser le retour d'un actionariat de long terme et rééquilibrer la relation de l'entreprise à l'ensemble de ses parties prenantes.



29, rue de Lisbonne
75008 Paris
Tél. : +33 (0)1 53 23 05 40
Fax : +33 (0)1 47 23 79 01
www.institut-entreprise.fr