

# Nouveau monde, nouveau capitalisme ? Éléments de débat

The logo of the Centre d'analyse stratégique is a stylized blue and red shape resembling a speech bubble or a stylized 'C' with a red triangle at the top.

Centre  
d'analyse  
stratégique



## Résumé

**La crise actuelle est-elle un soubresaut résultant des perturbations financières qui accompagnent tout cycle d'innovation ou participe-t-elle du déséquilibre d'un développement économique fondamentalement insoutenable ?** La réponse à cette alternative conditionne le niveau des interventions souhaitables : améliorations dans le fonctionnement de l'intermédiation financière ou modification plus radicale du système de régulation, sinon du régime d'accumulation.

L'ouverture des échanges de marchandises et de capitaux s'est opérée sur le fond du rattrapage des économies émergentes et d'une diffusion des technologies numériques de grande ampleur. Elle s'est accompagnée de l'aggravation de certains déséquilibres qui ont alimenté le débat sur la soutenabilité du régime de croissance :

- une forte montée des inégalités sociales et spatiales au sein des économies développées ou en développement, en même temps cependant qu'un recul de l'extrême pauvreté. La dégradation relative, à partir des années quatre-vingt, des conditions matérielles des travailleurs peu qualifiés des pays industrialisés, notamment aux États-Unis, semble découler d'abord d'une modification structurelle de l'économie (progrès technique biaisé, affaiblissement des syndicats, développement des services). C'est seulement dans les années 1990 que l'expansion des marchés locaux des BRICs et l'émergence de réservoirs de main d'œuvre non qualifiée pour l'industrie ont renforcé l'avantage comparatif du Sud et participé plus significativement à la montée des inégalités au Nord.
- une montée des déséquilibres de financement : la polarisation des flux financiers du Sud vers le Nord et l'ampleur des déséquilibres de financement à l'échelle mondiale semblent mettre à mal l'efficacité allocative des marchés financiers. L'industrie financière américaine a drainé une abondante épargne des pays émergents encore dépourvus des capacités de bâtir des institutions sociales et financières adéquates. Avec l'appui des autorités et des régulateurs, elle a fourni *in fine* des crédits bon marché aux classes moyenne et populaire pour maintenir leurs standards de consommation. La titrisation a créé un temps l'illusion d'une possibilité de dilution de ces nouveaux risques en dehors des bilans bancaires et donc de l'opportunité pour les salariés de s'émanciper de leur contrainte de revenu et de qualification.
- Enfin, un accroissement des risques financiers de nature systémique : la mondialisation financière n'est pas le seul reflet de la progression des échanges de biens et de services. Elle répond à une dynamique propre de déréglementation des marchés financiers et de « mobiliérisation » (plus de titres, moins de dépôts) des bilans bancaires. La baisse de rendement des produits classiques depuis 2000, pourrait expliquer que les investisseurs soient allés chercher leurs rendements sur des produits alternatifs risqués.

La crise actuelle a montré les limites de telles logiques. Elle peut être vue comme la rencontre brutale des défaillances de la régulation de l'intermédiation bancaire et d'un financement mondial déséquilibré. A la recherche de causes plus profondes, on peut aussi avancer une crise de croissance de l'économie patrimoniale ou encore une extension de la déflation japonaise issue du vieillissement démographique des pays riches. En tout état de cause, elle soulève la question des règles et des modes de gouvernance destinées à renforcer la stabilité financière. Elle interroge plus profondément sur les régulations qui renforceraient la soutenabilité du régime de croissance.

Le secteur financier doit certes être mieux régulé afin de limiter les comportements opportunistes des différents acteurs (traders, banques, agences de notations, etc.) et d'améliorer l'information des investisseurs mais les régulateurs doivent aussi veiller à ne pas pénaliser l'innovation par des règles trop uniformes. Les normes comptables et prudentielles, doivent être amendées afin de réduire les effets procycliques et les impacts systémiques. La supervision requise doit découler d'instances indépendantes et crédibles. Il semble cependant illusoire de pouvoir éradiquer complètement les crises de liquidité et de solvabilité, ce qui laisse à l'État un rôle éminent dans la prévention du risque systémique et la gestion des crises, sans négliger la coordination internationale qui est alors primordiale.

L'avènement d'un capitalisme plus équitable relance les débats sur une refondation de la gouvernance des entreprises afin de mieux refléter les intérêts de toutes les parties, sur un renouvellement de l'État social pour une promotion de politiques sociales « capabilisantes », et enfin, au niveau mondial, sur un élargissement la mission des institutions économiques au-delà des questions commerciales. Si la finance alternative, sociale et environnementale, peine à se développer spontanément, seule une coordination capable d'effectuer des arbitrages équitables tout en mobilisant efficacement les technologies vertes devrait permettre de conjuguer développement durable et viabilité économique.

## Table des matières

<b>1. La globalisation en question : inégalités et instabilité, les termes du débat.....</b>	<b>5</b>
1.1. <i>La croissance des échanges internationaux produit des effets contrastés sur le marché du travail et les inégalités.....</i>	<i>5</i>
1.2. <i>La mondialisation financière, qui tend à acquérir son autonomie par rapport aux échanges, engendre des risques spécifiques.....</i>	<i>6</i>
1.3. <i>L'instabilité financière est-elle renforcée par la mondialisation ?.....</i>	<i>8</i>
<b>2. Crises et mutations du capitalisme : les crises financières composantes inhérentes aux mouvements du capitalisme ?.....</b>	<b>9</b>
2.1. <i>Les enseignements de l'histoire financière.....</i>	<i>9</i>
2.2. <i>Quatre lectures de la crise actuelle.....</i>	<i>10</i>
<b>3. Les clés d'une stabilisation financière.....</b>	<b>13</b>
3.1. <i>Réglementation du secteur financier.....</i>	<i>13</i>
3.2. <i>Gouvernance financière.....</i>	<i>15</i>
3.3. <i>Conséquences de la crise actuelle.....</i>	<i>17</i>
<b>4. Vers une mutation plus profonde du capitalisme ?.....</b>	<b>18</b>
4.1. <i>Un capitalisme plus équitable.....</i>	<i>18</i>
4.2. <i>Vers un capitalisme éthique.....</i>	<i>20</i>

# Nouveau monde, nouveau capitalisme ?

## Éléments de débat

**Entrons-nous dans un nouvel âge du capitalisme ?** Cette question est légitime puisque les plus grandes crises financières de l'histoire, comme celles de 1873 ou de 1929, ont entraîné des changements profonds de ses modes de régulation, que l'on peut en conséquence assimiler à de véritables « changements d'époque ».

Or, si ces crises ont provoqué de telles conséquences, c'est qu'elles étaient la manifestation, d'abord dans la sphère financière, de déséquilibres profonds au sein de l'économie dans son ensemble, dont la correction exigeait une refonte complète du système.

La crise actuelle est-elle aussi grosse de tels bouleversements ? Ou n'est-elle qu'un accident de parcours supplémentaire sur le chemin d'une histoire financière caractérisée, quasi fatalement, par la succession de périodes d'enthousiasme exubérant et de désillusion tout aussi excessive<sup>1</sup> ? Dans cette seconde hypothèse, elle pourrait être le dernier avatar d'une suite de désordres financiers qui ont, chaque fois, eu moins de prise sur la croissance que la plupart des économistes ne l'anticipaient. **Il suffirait alors d'adapter à la marge les réglementations, les conventions et les institutions existantes pour y intégrer les enseignements de cette crise.**

Mais si celle-ci trahit un dérèglement plus profond de notre régime d'accumulation et de son mode de régulation, dont un certain nombre de crises précédentes, au cours des années 1990, auraient été les premiers symptômes<sup>2</sup>, elle s'inscrirait alors dans une séquence de déflagrations financières dont la gravité serait à chaque fois plus significative. **Elle signalerait que le régime de croissance financiarisé et mondialisé mis en place depuis plus de 20 ans n'a pas créé les conditions de sa stabilité.**

Se poserait alors la question de la **soutenabilité d'un type de croissance** dont les dernières années ont laissé présager que ses perspectives pouvaient être perturbées tour à tour par deux risques larvés et en apparence contradictoires : celui de **l'inflation** du prix des ressources rares lorsque tous les pays sont en phase de croissance et celui de la **déflation** quand la décélération de la croissance mondiale durcit les conditions de la concurrence pour les entreprises exposées au commerce international.

Dans cette perspective, des changements suffisamment profonds devraient alors intervenir, permettant l'éclosion d'un système de régulation

capable de stabiliser le régime de croissance<sup>3</sup> ou remettant plus radicalement en cause le régime d'accumulation. Ce questionnement sera organisé en quatre temps :

- 1- **Dans quelle mesure la crise s'enracine-t-elle dans certains dysfonctionnements du capitalisme mondialisé et dérégulé qui se met en place depuis plus de 20 ans ?** La première partie rappellera que la mondialisation est le théâtre d'un rattrapage économique pour les grands « émergents » et d'une diffusion technologique d'une ampleur exceptionnelle. Simultanément, elle se solde par une montée des inégalités sociales et spatiales, des déséquilibres de financement, des risques financiers de nature systémique, qui relancent régulièrement la question de son caractère soutenable.
- 2- **Jusqu'où la crise remet-elle en cause notre mode de régulation ?** La seconde partie s'appuiera d'abord sur une lecture historique de l'instabilité financière. Elle établira ensuite une gradation de la crise sur quatre niveaux de gravité, partant d'une lecture financière *stricto sensu*, jusqu'à envisager des dérèglements profonds pouvant remettre en cause la soutenabilité même du régime d'accumulation. Chaque niveau d'interprétation fournit alors des clés d'action différenciées.
- 3- **En tout état de cause, la crise soulève la question des règles et des modes de gouvernance favorables à la stabilité financière.** Cette partie pointe à la fois les enjeux de réglementation microéconomique visant à améliorer les incitations et l'information sur les marchés, et ceux de la surveillance et de la coordination aux niveaux national et supranational.
- 4- **Plus fondamentalement, la crise appelle-t-elle ou sanctionne-t-elle des changements plus profonds de notre modèle de croissance ?** La quatrième partie explorera deux problématiques indissociables, celle de l'équité et celle de la durabilité.

---

<sup>3</sup> Le rôle de l'État est de fournir un cadre sécurisé aux anticipations des agents et de corriger les imperfections ou les externalités issues de leurs interactions. La crise actuelle ne remet pas en cause les ressorts de l'économie de marché et notamment la présomption en faveur de la liberté contractuelle : en effet, son ampleur a été précisément rendue possible, non seulement par les imprudences des acteurs, mais aussi par la défaillance de certaines autorités publiques, notamment américaines.

---

<sup>1</sup> Voir par exemple Kindleberger (1978).

<sup>2</sup> Crise japonaise (1990-2000), crise des pays asiatiques puis émergents (1997-1998), crise du NASDAQ (2000-2002).

## 1. La globalisation en question : inégalités et instabilité, les termes du débat

La croissance mondiale des années 1990 a été portée par **deux forces motrices et complémentaires : le rattrapage économique des pays émergents**, dont certains sont désormais des puissances industrielles ou agricoles, **et la diffusion des technologies de l'information** qui a fourni un nouveau souffle de croissance aux économies matures, grâce aux gains de productivité dégagés notamment dans l'économie de service.

**Il semble que cette croissance se soit accompagnée d'une montée parallèle des inégalités, sous l'effet conjoint des réformes internes des économies et de la mondialisation commerciale.** Certains y voient la source profonde de la crise : les inégalités internes aux pays développés, notamment aux États-Unis, auraient entraîné un déficit de consommation qui aurait lui-même motivé le développement sans précédent de l'endettement privé, dont les innovations de la sphère financière auraient permis de faire un objet de spéculation. Il convient de revenir sur chacun des termes de cette hypothèse.

### 1.1. La croissance des échanges internationaux produit des effets contrastés sur le marché du travail et les inégalités

C'est paradoxalement au moment où la mondialisation semble avoir le plus porté ses fruits qu'elle est en même temps la plus décriée. Globalement, le commerce international permet des gains d'efficacité par une meilleure allocation des ressources, un accroissement de la concurrence et une diffusion du progrès technique. Le libre-échange a ainsi favorisé le rattrapage des niveaux de développement. 80% des habitants de la planète en situation d'extrême pauvreté connaissent aujourd'hui une amélioration de leurs conditions de vie<sup>4</sup>. Pourtant, ce rattrapage du « Sud » est concomitant à une montée des inégalités au sein des pays développés et émergents<sup>5</sup> : jusqu'aux années 1990, ce phénomène a davantage procédé de mutations internes aux pays développés mais il apparaît cependant, par la suite, fortement déterminé par la dynamique d'ouverture commerciale.

*Jusqu'aux années 1990, l'augmentation des inégalités ne relève que secondairement de la mondialisation commerciale*

**Aux États-Unis, les salariés appartenant au décile inférieur ont observé une diminution de leur salaire réel de 10% dans les années 1980<sup>6</sup>.** En outre, les taux de chômage dans les pays

développés, selon le niveau de qualification professionnelle, font l'objet d'une dispersion accrue.

La théorie classique des avantages comparatifs laisse envisager que les échanges internationaux pourraient être une cause de cette augmentation des inégalités : les pays se spécialisent dans la production de biens et services intensifs en facteurs de production dont ils sont relativement mieux dotés, en l'occurrence les biens et services intensifs en capital, en recherche et développement et en travail qualifié pour les pays développés. Il en résulte une détérioration relative des conditions matérielles des travailleurs les moins qualifiés.

Mais une telle argumentation ne rend compte que partiellement de la réalité économique des années 1990. **L'insertion dans les échanges internationaux n'aurait constitué qu'une cause secondaire de l'accroissement de la dispersion des salaires et des taux de chômage<sup>7</sup>.** Selon Paul Krugman<sup>8</sup>, la déperdition de valeur ajoutée manufacturière imputable au commerce international et le redéploiement simultané de l'emploi vers les services se seraient soldés au début des années 1990 par des pertes de salaire inférieures à 0,07% du revenu national aux États-Unis.

**La montée des inégalités semble relever davantage d'autres phénomènes, comme la concentration des gains de productivité imputables aux nouvelles technologies sur les emplois les plus qualifiés (progrès technique biaisé), la diminution de l'influence des syndicats de salariés, la remise en cause de certaines législations sociales protectrices, l'impact de chocs macroéconomiques, ou encore la modification de la structure de la demande vers les services.** Ce constat n'atténue en rien le fait qu'il y ait eu des gagnants et des perdants « relatifs » au processus de mondialisation.

*L'ouverture des échanges s'est d'abord faite entre pays développés, sur fond d'accords multilatéraux pour éviter les guerres commerciales*

Au début de la dernière phase de mondialisation, la plupart des échanges avaient lieu entre pays développés et concernaient des produits similaires, démentant les enseignements classiques du

<sup>7</sup> Voir aussi Cline (1997) pour une revue de littérature sur le sujet.

<sup>8</sup> Krugman (1998) : en 1990, le déficit commercial en biens manufacturés de 73 milliards de dollars équivalait à une perte de valeur ajoutée de 42 milliards, soit l'équivalent de 700 000 emplois. L'évaluation de la perte de salaire de 0.07 % du revenu national est faite en supposant que l'ensemble de cet emploi s'est redéployé sur d'autres secteurs et sur la base d'un surcroît de rémunération de 5 000 dollars par an dans le secteur manufacturier.

<sup>4</sup> Collier (2007).

<sup>5</sup> En Chine, le coefficient de Gini a doublé en 20 ans. Les États-Unis viennent de retrouver le niveau d'inégalités de revenu qui prévalait il y a 80 ans, voir Saez (2008).

<sup>6</sup> Katz et Murphy (1992).

commerce international<sup>9</sup>. Les nouvelles théories du commerce international<sup>10</sup> ont montré alors que la production, notamment des biens de haute technologie, avait tendance à se concentrer géographiquement pour bénéficier d'externalités d'agglomération, ce qui procure un avantage comparatif aux régions où la production et la taille du marché domestique sont initialement les plus développées. **Dans ce cadre, les avantages comparatifs ne sont plus donnés de façon exogène par la géographie ou le climat, mais deviennent le résultat d'une histoire industrielle.** Des interventions étatiques en faveur des entreprises exportatrices peuvent donc leur permettre de croître et d'acquérir un avantage comparatif dont elles ne disposaient pas initialement.

Mais, en pratique, de telles interventions sont très difficiles à cibler correctement et favorisent la recherche de rentes. En outre, les partenaires commerciaux ne resteraient pas passifs et déclencheraient une guerre commerciale, dont l'issue, hautement incertaine, conduirait très probablement à dégrader le bien-être de l'ensemble des pays concernés.

**Dans ce contexte, le libre-échange n'arrive donc pas en soi à la meilleure situation possible.** Les accords commerciaux internationaux ont justement eu pour objectif d'empêcher ce type d'équilibres non coopératifs en établissant des normes restreignant la capacité des États à favoriser leurs propres producteurs.

*Mais depuis les années 1990, et à la suite de la montée des pays émergents dans les échanges internationaux, la mondialisation semble avoir été un facteur d'accroissement des inégalités dans les pays développés*

La taille des nouveaux acteurs sur la scène internationale, en particulier la Chine et l'Inde, a conduit à une situation inédite de pays alliant un avantage comparatif important en raison d'une main-d'œuvre peu qualifiée surabondante à des coûts salariaux très bas et d'un effet de marché domestique immense. L'industrialisation rapide des BRIC a conduit à l'augmentation sans précédent des exportations de produits manufacturés et de services depuis les pays émergents. Ces spécialisations sectorielles régionales laissent entrevoir les conséquences prédites par le théorème de Stolper-Samuelson (1941) : **une augmentation de la rémunération relative du travail qualifié par rapport au travail non qualifié dans les pays industrialisés et donc des inégalités accrues entre salariés.**

L'ouverture internationale accentue l'asymétrie entre les groupes pouvant traverser les frontières (les travailleurs qualifiés et les détenteurs du capital) et les groupes immobiles (les travailleurs peu qualifiés). Ces derniers, désormais plus facilement

substituables internationalement, subissent au moins trois conséquences négatives de l'évolution du commerce international :

- ▶ Payer une part croissante des coûts non salariaux inhérents à l'amélioration de leurs conditions de travail<sup>11</sup>.
- ▶ Affronter la volatilité des revenus et/ou des heures travaillées.
- ▶ Voir s'affaiblir leur pouvoir de négociation.

Cette asymétrie peut conduire à fragiliser les compromis sociaux établis de longue date et la fourniture d'assurances sociales par les gouvernements. Cette évolution connaît des exceptions : les pays scandinaves sont emblématiques de pays très ouverts au commerce international qui disposent de niveaux d'assurances sociales élevés. Mais la dernière vague de mondialisation a semble-t-il remis en cause dans d'autres régions, notamment aux États-Unis, cette tendance qui voudrait que, plus une nation est exposée à un risque extérieur, plus la collectivité socialise celui-ci<sup>12</sup>.

**1.2. La mondialisation financière, qui tend à acquérir son autonomie par rapport aux échanges, engendre des risques spécifiques.**

Dans un premier temps, la mondialisation financière fut la conséquence directe de la mondialisation des échanges commerciaux. Aujourd'hui, si la balance financière reste nécessairement la contrepartie de la balance courante, l'ordre de grandeur des flux croisés n'a rien à voir. **On peut en déduire qu'a priori les questions de régulation des échanges de biens et de services, et de la régulation des échanges financiers, sont en grande partie disjointes.**

**La mondialisation financière recouvre deux dimensions principales :**

- ▶ **Le décloisonnement** : au niveau externe, il a consisté à supprimer l'entrave à l'intégration des marchés nationaux ; au niveau interne, il a autorisé les agents à intervenir sur tous les marchés (fin en 1993 du *McFaden Act* de 1927, permettant aux banques d'acquérir des filiales hors de leur État d'origine, et abolition en 1999 du *Glass Steagall Act* de 1933 qui imposait une séparation entre les activités de prêts/emprunts/dépôts et les activités financières).
- ▶ **La « mobiliérisation » des bilans bancaires** : la baisse des dépôts dans le passif des banques s'est accompagnée d'une baisse de la part des crédits et d'une augmentation de la part de titres à l'actif.

Le gain attendu de la mondialisation financière était d'aboutir, par des mécanismes de marché, à une meilleure efficience allocative et informationnelle des marchés financiers, couplée à une

<sup>9</sup> Phénomène connu sous le nom de paradoxe de Léontieff.

<sup>10</sup> Krugman (1979)

<sup>11</sup> On peut se reporter à la théorie de l'incidence fiscale d'Harberger.

<sup>12</sup> Voir Rodrick (1996).

diversification des portefeuilles permettant une meilleure allocation du risque.

*Le financement de l'économie s'est mondialisé, mais les flux internationaux de capitaux restent déterminés par l'asymétrie de développement des systèmes financiers nationaux*

La question est alors de savoir si la mondialisation financière a conduit à un financement plus efficace de l'économie mondiale. Les premiers travaux sur le sujet répondaient par la négative en révélant l'existence d'un fort « biais domestique » des investisseurs (Feldstein et Horioka, 1980) même si des évolutions théoriques et empiriques plus récentes tendent à montrer sa disparition. Depuis une dizaine d'années, les États-Unis ont connu un taux d'épargne des ménages proche de zéro et l'investissement a été financé par les flux de capitaux en provenance des pays émergents qui sont exportateurs depuis 1999. Ainsi, comprendre pourquoi les flux internationaux de capitaux vont du Sud vers le Nord (paradoxe de Lucas, 1990<sup>13</sup>) nécessite de mieux saisir les déterminants des taux d'épargne nationaux.

**Le déficit commercial d'un certain nombre de pays développés a crû vertigineusement et le stabilisateur automatique du taux de change n'a pas semblé fonctionner.** Il faut toutefois noter que, quand on considère un pays comme les États-Unis, qui comptent un très grand nombre d'entreprises mondialisées, l'équilibre extérieur de la balance commerciale n'est pas nécessaire à la stabilisation de la position nette extérieure. D'une part, on peut montrer que plus d'un tiers du déficit extérieur des États-Unis est attribuable à la stratégie de fractionnement de la chaîne de valeur des entreprises multinationales. Ainsi, **le stabilisateur automatique du taux de change pourrait moins bien fonctionner** puisque les biens échangés à l'international par les filiales d'une même entreprise sont peu substituables, dans la mesure où ils sont intégrés dans un processus de production bien précis. D'autre part, les revenus rapatriés des filiales de l'étranger vers les maisons mères peuvent contribuer, même faiblement, à stabiliser la balance des paiements. Enfin, *last but not least*, **la valorisation des actifs étrangers détenus par les Américains a permis de stabiliser la position extérieure des États-Unis depuis 2002 alors que leur déficit extérieur était croissant.**

Cette augmentation de valeur est inhérente au rôle de transformateur de capital des États-Unis. Du fait de marchés financiers largement sous-développés, les pays émergents ne sont pas encore capables de transformer leurs actifs de production en titres utilisables par les ménages pour placer leur épargne. Il en résulte un circuit long de l'épargne qui conduit les Chinois à acheter des produits financiers peu risqués aux États-Unis et les Américains à en réinvestir une partie en Chine. **Cette asymétrie de développement des marchés financiers dans le monde permet**

**d'expliquer une partie des flux croisés de capitaux, disjoints des flux commerciaux entre pays.**

*La vision conflictuelle des échanges de capitaux réapparaît*

Néanmoins, il serait caricatural d'affirmer que les processus de mondialisation et de libéralisation des marchés vont de pair notamment en raison du contrôle des changes que certains pays émergents, et notamment la Chine, continuent d'exercer strictement. La sous-évaluation du yuan est un sujet récurrent qui permet d'expliquer une partie des défauts d'ajustement internationaux des monnaies. Cette politique a pour conséquence l'accumulation rapide de réserves par la Banque centrale chinoise. La tendance récente au recyclage des réserves de change par les pays émergents grâce à l'utilisation de fonds souverains fait réapparaître les peurs traditionnelles de l'impérialisme économique, tout en le inversant.

En Chine, une raison de ces excédents commerciaux provient du très fort taux d'épargne des ménages chinois. **Les explications en sont multiples, mais on peut surtout mentionner l'absence de protection sociale qui conduirait à une suraccumulation d'épargne de précaution.** De plus, le sous-développement des marchés financiers intérieurs, notamment des marchés d'assurance, qui implique l'absence de mutualisation des risques et donc un coût global de la protection supérieur.

*La crise semble principalement due à l'excès d'endettement des ménages américains*

**On en déduit que le déficit d'épargne américain a probablement été rendu possible par la mondialisation financière.** C'est au départ l'asymétrie de développement des marchés financiers entre les régions du monde qui a permis aux Américains d'emprunter massivement sur les marchés mondiaux, les créanciers acceptant de prêter en raison des effets de valorisation de leur patrimoine. En résumé, **les échanges commerciaux ont conduit à une baisse des salaires des moins qualifiés, mais l'intégration financière mondiale, associée à la politique monétaire américaine expansionniste consécutive à la crise boursière de 2000-2001, a permis à ces ménages de maintenir leur niveau de vie grâce à un recours à l'endettement accru.**

Cependant, l'intégration financière n'a pas augmenté l'efficience allocative des marchés financiers dans les proportions escomptées. Ce que l'on croyait être une meilleure allocation des risques s'apparentait plus à de la dissémination d'un risque mal mesuré, situation rendue possible par la porosité de la réglementation financière.

Bien que cette situation appelle évidemment à réformer la réglementation, il serait dangereux de penser que cette solution soit suffisante. **Ce sont tout autant l'accroissement des inégalités à l'intérieur des pays développés et les difficultés d'adaptation qui ont été le ressort profond de**

<sup>13</sup> Lucas (1990).

**cette crise.** Cela ne remet pas en cause en soi le mouvement de mondialisation des échanges, qui a produit une vague de développement rapide et de croissance mondiale très importante, notamment au Sud. Un revirement brutal risquerait d'accroître les inégalités mondiales. Les réformes qu'appellent les conséquences internes aux pays ne peuvent cependant provenir seulement des opportunités offertes par la mondialisation financière.

### 1.3. L'instabilité financière est-elle renforcée par la mondialisation ?

Après le mouvement de désintermédiation et de libéralisation financière opéré dans les années 1980, la prégnance des phénomènes financiers sur les fluctuations économiques tend à s'affirmer :

- **Chaque retournement conjoncturel semble se compliquer d'une composante d'instabilité financière.** Les effets de richesse induits tendent à jouer un rôle décisif dans la dynamique conjoncturelle.
- **Simultanément, la financiarisation a accru le décalage entre les cycles d'activité** des différentes régions du monde, à défaut de permettre un véritable découplage. Les excédents de liquidités dégagés au moment du ralentissement de l'activité de certains pays tendent à se recycler vers le reste du monde. Ce décalage, notamment entre les États-Unis et l'Europe, a finalement diminué la volatilité de la croissance mondiale et atténué l'instabilité réelle.

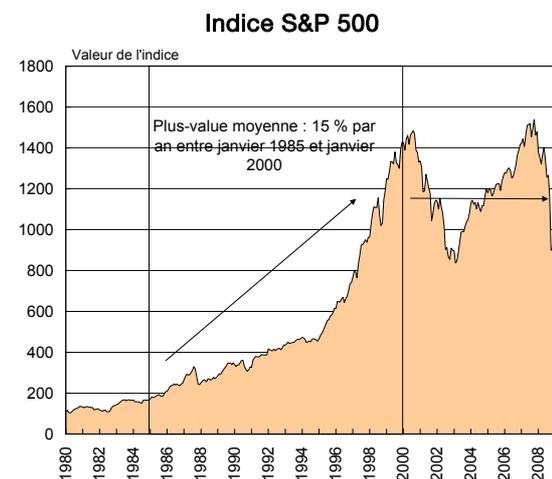
Chaque reprise au sein des pays de l'OCDE depuis 25 ans s'est opérée sur fond de déséquilibres financiers, doublés d'une bulle sur certains actifs révélant des crises systémiques. Celles-ci se déclenchent dès que le risque de défaut d'un acteur à remplir des conditions attendues peut entraîner les autres à défaillir, le lien pouvant être direct et causal, tel un effet domino, ou plus indirect. Ainsi, dans un univers d'information imparfaite, le défaut d'un des acteurs peut influencer la perception des autres acteurs par le marché. Il suffit que les anticipations de leurs états par le marché en pâtissent pour que soient réunies les conditions d'un effondrement global par un effet de rétroaction positive qui amplifie le mouvement initial. De tels enchaînements sont susceptibles d'engendrer des instabilités intrinsèquement liées au secteur financier.

Les différentes reprises économiques depuis la seconde moitié des années 1980 se sont jouées sur fond de surendettement des agents privés (ménages et entreprises en alternance) et de bulle immobilière ou boursière. **Les « accidents » financiers qui ont ponctué les trois dernières décennies ont eu jusqu'ici des conséquences réelles moins dommageables que ne le laissent présager les avis les plus alarmistes.** Le report des liquidités d'un marché à l'autre a différé les effets de richesse négatifs attendus. L'économie mondiale a puisé un nouvel élan dans l'émission de liquidités induite pour remédier aux difficultés, à la

suite du krach boursier de 1987 ou lors de la crise des pays émergents en 1997-1998.

La déréglementation et l'innovation financières ont permis de promettre des rendements élevés, rendus possibles en mobilisant peu de fonds propres et en disséminant le risque sur un segment, le crédit (pour la crise présente), où règne une forte asymétrie d'information. En outre, les acteurs les plus importants ont tendance à prendre plus de risques qu'ils ne peuvent en porter car ils anticipent d'être secourus par le prêteur en dernier ressort, en cas de défaut ou de risque de crise. **Le bénéfice d'une immunité, ressentie ou réelle, renforce l'aléa moral, diffusant ainsi une incertitude supplémentaire sur l'ensemble des produits échangés.**

Les marchés d'actions des pays développés, qui produisaient régulièrement des rendements à deux chiffres dans le sillage de la décade des taux entre 1985 à 2000, et dont la volatilité semblait diminuer, stagnent en niveau depuis 8 ans et connaissent une volatilité record<sup>14</sup>.



Source : S&P500

Les actions, qui étaient une source de rendements élevés pour les fonds d'investissement depuis 15-20 ans, produisent un rendement quasi nul depuis 8-10 ans et connaissent des fluctuations d'une ampleur extrême (deux épisodes rapprochés de pertes voisines de 50 % pour le S&P500). Cet élément pourrait expliquer que **les investisseurs soient allés chercher leurs rendements sur des produits à risque et aient contaminé leurs bilans de produits « toxiques »**, faute de se résoudre à l'entrée dans un environnement de rendements plus faibles. Les produits titrisés ou le *private equity* s'inscriraient de la sorte dans le prolongement de la crise de 2000 tout en préparant, pour les premiers cités, la crise de 2008.

<sup>14</sup> Entre deux points hauts atteints le 24 mars 2000 (indice à 1527 en clôture) puis le 9 octobre 2007 (indice à 1565), le S&P 500, indice de référence des valeurs américaines, a touché deux points bas à 777 le 9 octobre 2002 et 752 le 20 novembre 2008

## 2. Crises et mutations du capitalisme : les crises financières composantes inhérentes aux mouvements du capitalisme ?

La spéculation a ponctué l'histoire du capitalisme à travers les siècles et les continents, et aucun marché n'a échappé à ces turbulences récurrentes. Dès le XIXe siècle, les crises ont revêtu une portée mondiale, bien avant la « seconde » globalisation des échanges. L'histoire de ces crises fournit plusieurs enseignements :

- ▶ **Les crises financières sont constitutives du capitalisme** et sont dominées par un certain nombre de constantes.
- ▶ **Bon nombre de ces crises apparaissent comme un désordre intimement lié à la vigueur du processus d'innovation** et non pas comme le témoignage de l'épuisement d'une vague de progrès technique.
- ▶ Les crises sont diverses à en juger par leur portée sur l'économie réelle : si toutes appellent une rénovation des règles pour sécuriser transitoirement la finance, **seules deux crises peuvent être identifiées comme marquant une rupture décisive du régime de croissance.**

À partir de ces analyses, nous identifierons quatre niveaux d'interprétation de la crise actuelle qui appellent respectivement quatre registres d'intervention prioritaires.

### 2.1. Les enseignements de l'histoire financière

#### *La récurrence des crises et leurs constantes*

Pour certains auteurs, **les crises financières sont constitutives du capitalisme**. Il n'est plus question ici de causalité : les cycles financiers, au-delà de leur singularité, obéissent à des « régularités » (voir encadré 2). L'histoire financière internationale est celle des erreurs de jugement collectives sanctionnées par des crises récurrentes qu'il est largement vain de vouloir prévenir. En particulier, **les appels à la « transparence » reposent sur une certaine illusion : celle qu'il suffit de prévenir pour empêcher les prises de risque excessives.**

#### *Encadré 2*

##### *Histoire et théorie de l'instabilité financière : deux auteurs remis sur le devant de la scène*

*Selon H. Minsky, le système financier passe nécessairement d'un état de stabilité, dominé par le mode de financement couvert<sup>15</sup>, à un état d'instabilité, dominé par la spéculation, puis le financement à la Ponzi<sup>16</sup>, où, le rendement attendu ne permettant plus d'assurer de façon régulière le paiement des intérêts, la survie du montage*

<sup>15</sup> Le financement couvert correspond à une situation où le rendement attendu de l'investissement couvre le paiement des intérêts et du principal dans un horizon de temps limité.

<sup>16</sup> L'escroc éponyme a fourni dans les années 1920 l'exemple de l'escroquerie à la cavalerie.

*financier repose sur sa capacité à vendre des actifs ou à s'endetter davantage. Les plus initiés commencent à vendre leurs actifs et les marchés baissent. La baisse des marchés se nourrit d'elle-même, une défiance généralisée sur la valeur des actifs s'installe, entraînant une profonde absence de négociabilité des actifs monétaires et financiers, même à des prix bradés.*

*Dans son ouvrage Manias, Panics and Crashes, C. Kindleberger relève trois phases caractéristiques des cycles de marché :*

*- Le « déplacement » est un événement extérieur, qui modifie les perspectives, les attentes, les centres de profit, les comportements.*

*- L'« euphorie » constitue la première phase de la spéculation, caractérisée par une perte de contact des agents économiques avec la réalité (les fondamentaux) et par des comportements mimétiques.*

*- La « détresse financière » est la phase finale de la spéculation qui précède la panique, lorsque les agents se trouvent en situation de ne plus pouvoir faire face à leurs engagements.*

#### *Innovation technologique et instabilité financière : deux phénomènes liés*

On peut se demander si **l'irrationalité des marchés ne constitue pas, d'un point de vue historique, un levier de diffusion rapide de certaines technologies** à fortes externalités qui ont pour point commun d'avoir entraîné dans la faillite nombre d'investisseurs, en raison de leurs rendements différés. L'emballement des marchés se solderait néanmoins en définitive par un gain collectif.

L'analyse historique de Kindleberger (voir encadré 2) montre notamment **l'étroite imbrication entre les périodes d'innovation technologique et l'instabilité financière**. L'essor de l'économie numérique qui a inauguré le « new age » de l'économie américaine apparaît alors comme la phase d'euphorie typique de l'émergence d'un nouveau régime de croissance.

La crise que traverse le système économique ne dément pas pour autant le fait que de **nouveaux agencements institutionnels ou que de nouvelles technologies en aient modifié la cohérence**. La crise de 1873 des chemins de fer n'a pas signé la fin du transport commercial sur rail, ni la crise de 1929 marqué la fin de la production de masse. Bien au contraire, le nouveau rapport salarial qui a émergé après la crise et la définition de nouvelles modalités de conduite des politiques publiques ont constitué le socle conventionnel du régime de croissance fordiste.

**En premier lieu**, les mutations technologiques et les changements de régime de croissance vont donc généralement de pair avec des turbulences boursières et la remise en cause des conventions

financières. **En second lieu**, l'analyse historique montre que, en dépit de crises récurrentes, le capitalisme n'a cessé de se transformer en intégrant les vagues successives d'innovations pour réinventer de nouvelles conventions.

**Ainsi, la période actuelle serait une phase de transition vers un nouveau régime de croissance, dont les deux piliers sont les nouvelles technologies et la finance de marché.**

*Les crises financières ne marquent pas toutes un changement d'époque*

**Dans leur forme la plus réduite**, après la chute qui suit l'euphorie, les cartes sont redistribuées et **de nouvelles règles sont édictées par les autorités monétaires ou politiques afin de « sécuriser le système »** : les grandes périodes spéculatives s'accompagnent quasi systématiquement **d'un net relâchement des comportements, de fraudes et d'escroqueries, appelant une réaction du politique**. Les autorités sont dès lors condamnées à agir après coup, rendant indispensable le rôle du **prêteur en dernier ressort**, garant de la pérennité du marché. Au sortir d'une crise, le secteur financier se retrouve bridé par de nouvelles réglementations et/ou institutions, et par la prudence des prêteurs et des emprunteurs encore impressionnés par les grandes faillites.

**Deux crises, sans échapper au modèle général, ont toutefois entraîné des évolutions de politique publique plus radicales :**

- ▶ **La crise de 1873**, qui inaugure une période de longue dépression et de repli protectionniste, a mis fin à la **première mondialisation des échanges**.
- ▶ **La crise de 1929** a ouvert l'ère d'une redistribution des surplus de productivité vers les personnes à forte propension à consommer, c'est-à-dire vers les plus pauvres. Le régime de croissance fordiste s'est ainsi stabilisé dans la diffusion des « États-Providence ».

## 2.2. Quatre lectures de la crise actuelle

Les regards sur la finance sont loin d'être unifiés (encadré 3). Ces grilles d'analyse divergentes engendrent des positions différenciées face à la crise actuelle et à la portée qu'il faut attribuer à la secousse financière qui, depuis la mi-2007, ébranle l'économie mondiale.

### **Encadré 3**

#### **Plusieurs regards sur la finance**

*L'analyse économique et la subjectivité collective se nourrissent de trois représentations de la finance :*

- *La première représentation mise sur la modernisation et l'efficacité des marchés financiers pour assurer au mieux l'allocation du capital (Fama<sup>17</sup> et French sont emblématiques de ce courant de pensée). Selon cette optique, l'État doit améliorer la qualité de l'information*

<sup>17</sup> Fama (1970, 1991).

*comptable, promouvoir une harmonisation des règles de concurrence et supprimer les distorsions fiscales qui entravent le développement des entreprises.*

- *La seconde représentation se focalise sur les phénomènes d'instabilité, les brusques embardées des marchés financiers, et tend à mettre en relief les caractéristiques mimétiques et chaotiques de la finance (J. M. Keynes, H. Minsky, A. Orléan). Elle souligne aussi l'ascendant des logiques financières « court-termistes » sur les logiques industrielles, et plaide pour un encadrement des flux financiers et des pratiques spéculatives qui déstabilisent l'activité économique.*
- *La troisième représentation s'intéresse aux enjeux de pouvoir et aux rapports de forces qui se nouent sur les marchés financiers (J. Lordon<sup>18</sup>). Les créanciers sont suspectés d'exercer un « diktat » à travers l'établissement de normes élevées de rentabilité sur fonds propres, et les banques sont stigmatisées pour leur action timorée, plus soucieuse de stabilité monétaire que de croissance et de plein emploi. Cette vision critique appelle une action volontariste de la part de l'État, voire des réformes radicales pour contrecarrer les asymétries les plus flagrantes et pour promouvoir des modalités de financement soutenables à long terme. Cette action passe notamment par une refonte de la gouvernance d'entreprise.*

### *Quatre niveaux de lecture de la crise*

**Il existe une gradation dans la façon d'appréhender la crise qui conditionne très largement les modalités d'action des États.**

#### *A. Une crise bancaire*

La crise peut être perçue sous son seul angle financier ; elle serait la conséquence d'une surexposition des banques sur le crédit hypothécaire, plus précisément sur le marché des *subprimes*, constitué de prêts risqués accordés à une clientèle peu solvable. Cette surexposition a été rendue possible par le mécanisme de titrisation des créances qui a permis aux banques de diffuser ainsi le risque au sein du système financier. La crise financière enclenchée depuis plus d'un an aux États-Unis a eu pour première conséquence de dégrader le bilan des banques et de créer un mouvement de défiance qui a tellement asséché le marché interbancaire que l'intégralité des refinancements transite aujourd'hui par la FED. Elle a eu pour seconde conséquence majeure d'entraîner une **dépréciation massive et concomitante d'une gamme très large d'actifs**.

<sup>18</sup> Des auteurs comme M. Aglietta ou R. Boyer sont plus difficilement classables, et mobilisent plusieurs registres, y compris parfois celui de l'efficacité.

Cette lecture strictement financière de la crise met en jeu plusieurs dimensions :

- ▶ les questions d'information, de notation et de surveillance ;
- ▶ la question de l'adaptation des réglementations prudentielles, de leur champ d'application et de la maîtrise de la complexité des produits ;
- ▶ la question des objectifs de la politique monétaire et de la sanction éventuelle d'une inflation sur les actifs.

Les enjeux de politique économique à court terme, issus des enseignements de l'histoire économique, sont aussi unanimement identifiés :

- ▶ la stabilisation macroéconomique ;
- ▶ le rôle assurantiel de l'État en tant que prêteur en dernier ressort (reprise des créances douteuses et/ou recapitalisation), l'alternative ayant fait l'objet de débats (Paulson *versus* Brown) ;
- ▶ la remise à plat des règles prudentielles.

### ***B. Une crise de financement mondial : le focus porte ici sur la montée de déséquilibres financiers non soutenables et les désordres induits par un contexte d'hyperliquidité***

Au cours des deux derniers cycles, la croissance mondiale a eu pour toile de fond une montée des déséquilibres commerciaux bilatéraux, les pays pauvres répondant aux besoins de financement des pays les plus riches. Les moteurs de la croissance mondiale ont été, d'une part, les pays émergents, « sur-producteurs » dotés de réserves de change considérables, et d'autre part les pays développés « sur-consommateurs », avec les États-Unis érigés en « consommateur en dernier ressort » du monde (M. Aglietta, L. Berrebi, 2008<sup>19</sup>). Les principaux déséquilibres identifiés sont les suivants :

- ▶ hyper-liquidité mondiale ;
- ▶ sous-épargne/surconsommation américaine ;
- ▶ surproduction des émergents ;
- ▶ sous-évaluation du dollar vis-à-vis de l'euro ;
- ▶ sous-évaluation des devises des pays émergents.

L'ordre économique qui s'est dessiné au cours des années récentes a été peu favorable à certains pays européens, pris en étau entre les émergents et la sous-évaluation du dollar. La faible démographie des PME à l'exportation est en partie la conséquence de la faible profitabilité des activités qui y sont consacrées.

**Selon cette grille d'analyse l'action publique doit viser en premier lieu :**

- ▶ un rééquilibrage des politiques de change ;
- ▶ une meilleure coordination des politiques macroéconomiques ;
- ▶ un renforcement de la gouvernance mondiale ;
- ▶ une mise à niveau des circuits d'intermédiation des pays émergents.

---

<sup>19</sup> Aglietta et Berrebi (2007).

### ***C. Une crise du régime de croissance ou crise de régulation***

Selon cette vision, la crise marque un essoufflement du régime de croissance **patrimonial ou financiarisé**, qui tirait **sa dynamique d'effets de richesse adossés à des exigences de rendement, dont la soutenabilité est discutée à long terme.**

**La régime « patrimonial » aurait remis en cause le rapport salarial issu du fordisme.** La montée de la dispersion des salaires, généralisée à la plupart des pays, et la modération salariale ont été compensées :

- ▶ Par un accès élargi au crédit pour les classes moyenne et populaire.
- ▶ Par des effets de richesse pour les détenteurs de patrimoine financier.

Cette représentation place au cœur de son analyse le pouvoir des créanciers :

- ▶ Montée en puissance « physique » de la finance : augmentation des stocks et des flux.
- ▶ Diffusion du modèle de gouvernance de type *shareholder*, et des modes de gestion associés (maximisation de la valeur actionnariale, recentrage des firmes sur leur cœur de métier, la diversification des risques devant être l'apanage des investisseurs).

**La clé de la stabilisation de ce régime relève essentiellement d'une mutation des systèmes de gouvernance.**

### ***D. Une extension de la crise japonaise avec pour racine le vieillissement démographique***

La crise peut aussi être interprétée comme la propagation d'un déséquilibre qui prend racine dans la déflation rampante japonaise (schéma) :

- ▶ La crise du premier créancier du monde a eu aussi plusieurs lectures : crise immobilière, de dégrèvement par rapport aux rendements à attendre des technologies de l'information, défaillance bancaire, inadéquation des réglementations ; la crise japonaise comporte ainsi de nombreuses similitudes avec ce que l'on observe aujourd'hui aux États-Unis.

- ▶ On peut, dans le prolongement de cette analyse, se demander **si la crise actuelle ne s'inscrit pas dans l'onde de choc de la crise nipponne.** Le Japon est en effet le pays le plus avancé en matière de vieillissement et de déclin démographique. Or, la déflation nipponne a pour cœur l'excès d'épargne des ménages qui a conduit à un très fort affaiblissement des rendements, devenus proches de zéro. La recherche d'une meilleure profitabilité par les investisseurs nippons a alimenté la liquidité internationale, et entraîné une baisse des rendements et une hausse corrélative des prix d'actifs dans les pays développés et les pays émergents. Les effets de richesse induits ont conduit à surestimer le degré de préparation des retraites dans les pays dotés de systèmes par capitalisation. **La**

décru des taux d'épargne, notamment aux États-Unis, peut apparaître comme une conséquence de la crise japonaise (schéma). Ainsi, à une première période de désépargne pourrait succéder un effort de constitution d'encaissements par les ménages vieillissants des pays développés, qui déboucherait sur un déficit de demande intérieure alimentant des tendances déflationnistes. **En contrepartie, la montée en puissance d'une dynamique de demande intérieure au sein des pays émergents jouera un rôle décisif pour le rééquilibrage entre offre et demande au niveau mondial.**

- ▶ Selon cette optique, la portée de la crise actuelle serait un renversement des flux de financement entre régions du monde et la fin d'un paradoxe où les pays « jeunes » financent les pays « vieux ».

Dans ce scénario, la croissance mondiale naviguerait bien entre les deux écueils pointés en introduction, celui de la déflation liée à l'abondance de l'épargne et à la faible propension à consommer des pays développés, et celui de la **stagflation** si ces excès d'épargne financent le développement des pays à forte intensité énergétique.

Les éléments clés d'intervention seraient alors :

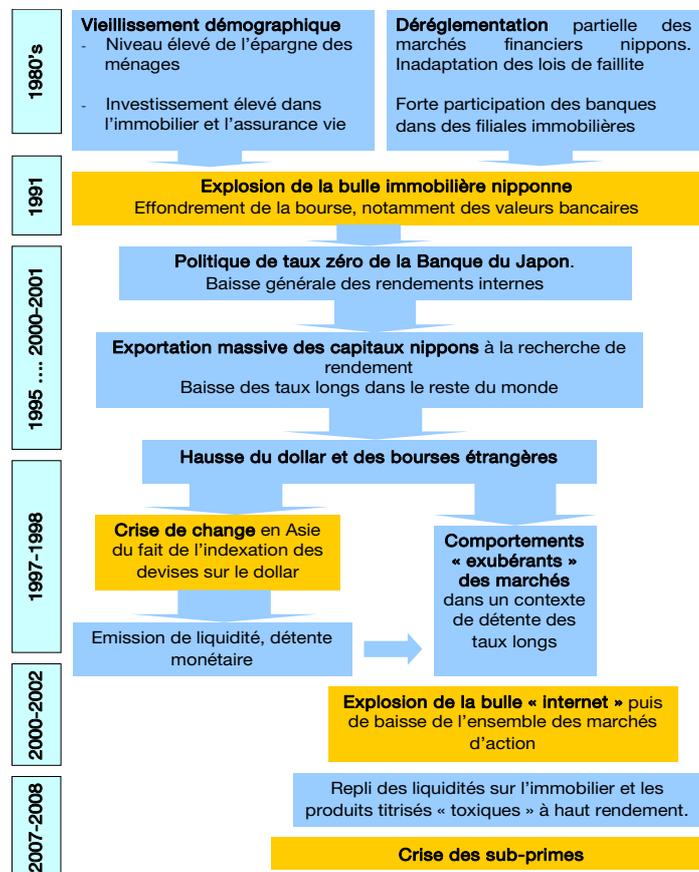
- ▶ la mise à niveau des systèmes financiers des pays émergents ;
- ▶ le développement d'États-Providence dans les pays émergents ;
- ▶ la mise en place de stratégies de croissance qualitative intenses en technologie et en capital immatériel dans les pays développés et la décré de la dépendance énergétique.

Demeure une dernière lecture, mais qu'il serait artificiel de rattacher trop directement à la crise financière actuelle, tant son impact est structurel et diffus : celui de la prégnance de plus en plus perceptible par les agents économiques des contraintes imputables au développement durable. Cette lecture concerne à la fois :

- une meilleure intégration du coût potentiel de l'ajustement, dont le rapport Stern est emblématique ;
- la perception que le monde est redevenu potentiellement inflationniste compte tenu de la rareté de certaines ressources (alimentaires, énergie, matières premières...).

Ces deux éléments sont de nature à influencer le calcul économique et à conduire à une révision à la baisse des rendements et de la valeur actualisée des actifs.

### Schéma de propagation de la crise nipponne



Source : CAS

### 3. Les clés d'une stabilisation financière

Aucune réglementation n'a jamais empêché l'alternance de phases d'euphorie de la sphère financière, cautionnées par les experts, et de dérapages aboutissant aux crises. Cependant, **chaque nouvelle crise semble emporter sur son passage une ancienne représentation de l'économie.** La crise initiée par les *subprimes* devrait déboucher sur des changements de régulation à deux niveaux : dans la réglementation du secteur financier et dans la gouvernance économique nationale et internationale.

#### 3.1. Réglementation du secteur financier

##### *Gouvernance des entreprises financières*

Les « bonus » faramineux versés dans le secteur financier sont souvent invoqués comme le moteur de prises de risque excessives. L'essor des produits dérivés sophistiqués (actions, taux et crédit) a permis l'émergence des ingénieurs financiers et des *traders* comme « centres de profit » des sociétés financières. Le recours à la rémunération au « bonus » encourage ainsi des comportements de court terme mais également des prises de risque non optimales. En effet, elles induisent des comportements plus risqués car le gain marginal lié à un aléa positif est bien plus élevé que la perte potentielle résultant d'un aléa négatif. Selon la théorie de l'agence, ce mode de rémunération est donc sous-optimal : les acteurs du *front office* n'ont pas les mêmes incitations que le management et les investisseurs vis-à-vis de la prise de risque.

Les contrôles internes des établissements financiers peinent cependant à limiter efficacement les prises de risque excessif du fait de la rémunération asymétrique du risque. En effet, les rémunérations les plus élevées attirant les éléments les plus brillants du secteur ou de l'entreprise, il sera difficile aux contrôleurs de dominer les risques induits par le renouvellement constant des produits financiers. Par ailleurs, le contrôleur, souvent associé aux résultats en interne, peut également aspirer à passer de l'autre côté du miroir, il n'a donc pas intérêt à limiter une éventuelle rémunération par un zèle déplacé. Sachant cela, les ingénieurs financiers en place peuvent, en sus de la dissimulation des risques courus, légitimement rechigner à livrer leur savoir-faire à de futurs concurrents.

La limitation par l'entreprise de la rémunération du risque marginal pris par les *traders* et autres concepteurs de produits complexes risque cependant de faire bien peu de poids devant le pouvoir de négociation de ceux-ci, comme le souligne Olivier Godechot<sup>20</sup>. En effet, les *traders* ou les ingénieurs financiers augmentent la productivité de toute la chaîne de production, ce qui leur assure une productivité marginale décuplée et la

rémunération qui l'accompagne. Ainsi, les chefs de *desk* ou les directeurs de la recherche *front office* ont pu souder des groupes non négligeables de collaborateurs aux savoir-faire spécifiques. Le management de la banque se retrouve alors sous la menace du « *hold-up* » que constituerait la perte d'une part importante de capital humain difficilement substituable.

Seule une norme imposée à l'ensemble du secteur peut donc s'avérer une solution envisageable, mais les mécanismes de coordination nécessaires seront difficiles à mettre en place dans un champ dispersé et mouvant. **Le pouvoir de négociation du *front office* pourrait être amoindri par des politiques de mobilité interne contraignante, des salaires plafonnés ou étalés dans le temps, mais ils semblent difficiles à mettre en œuvre en raison de la capacité du « *front* » à faire défaut. Une « règle de place » limitant le débauchage semble peu probable, surtout si elle doit pouvoir se généraliser au-delà des frontières nationales. La solution se trouve peut-être dans une réflexion sur la rémunération différée et la fiscalité de ces très hauts revenus. Mais elle impliquerait que les problèmes cruciaux de coordination qu'elle induit puissent être dépassés en ces temps de crise.**

La crise récente a également mis en évidence des défaillances de l'information financière sur trois points principaux que sont la performance des modèles de valorisation, les produits échangés hors des marchés organisés et l'évaluation des probabilités de défaut par les agences de notation.

##### *Améliorer la qualité de l'information financière*

###### *Insuffisances des modèles et du marché à déterminer la valeur fondamentale*

Les modèles utilisés actuellement par les acteurs financiers pour calculer la valeur de marché des actifs simples aux produits dérivés les plus complexes sont conçus pour fonctionner par « beau temps » mais n'arrivent pas à intégrer les événements extrêmes. En théorie, la valeur fondamentale doit intégrer les risques idiosyncrasiques des investissements. Or la détermination de la valeur de marché, qui tient alors lieu de valeur fondamentale, intervient au terme de processus cognitifs complexes qui peuvent entraîner brusquement les agents, par exemple par mimétisme, loin de la valeur fondamentale. Les résultats de la théorie des marchés parfaits sont alors violés. **L'intégration de ces événements extrêmes dans les modèles aujourd'hui utilisés pour valoriser les produits ou évaluer le risque d'un établissement financier n'est pas aisée.** Le calibrage des modèles requérant des prix de marché est même impossible dès que les marchés deviennent illiquides. En pratique, il apparaît que les modalités d'évaluation des risques courus par les établissements, à base de calcul de la valeur en risque (VaR, « *value at risk* ») ou de « *stress*

<sup>20</sup> Rapport du CAE « La crise des *subprimes* ». Complément D.

*scenario* », servent souvent plus de mécanisme de gestion comptable que de pilotage opérationnel.

#### *Imposer de passer les opérations de gré à gré à travers des chambres de compensation*

Une asymétrie supplémentaire dégradant l'information nécessaire à un bon fonctionnement des marchés naît lors de l'établissement des contrats de crédit de gré à gré. Ceux-ci impliquent une détermination bilatérale du montant du collatéral et des modalités régissant les appels de marges. Il pourrait donc être envisagé d'imposer le recours à **une chambre de compensation pour les opérations de gré à gré qui agrégerait les informations, en termes de prix et de volumes concernés**, de tout le marché et non seulement des parties contractantes, pour assurer une gestion mutualisée et bien renseignée des risques individuels. Si les difficultés à la mise en place de telles institutions étaient surmontées, alors, comme le souligne J. Tirole (2008), la visibilité qui en découlerait constituerait une réponse plus flexible que des restrictions d'activité trop étroites imposées aux établissements financiers.

#### *Mieux réguler les agences de notation*

Les agences de notation assument une mission de service public en renforçant la transparence de l'information financière et en éclairant le risque de crédit. Cependant, elles ne sont pas parvenues à prévoir les dernières crises financières, et contribuent même parfois, en dégradant brutalement leurs notes, à renforcer les tendances baissières. Une meilleure régulation des agences de notation s'impose donc.

En premier lieu, les agences doivent faire face à une sophistication des produits financiers. Les produits complexes comportent en effet, outre le risque de crédit à travers les modalités de confection du produit, un risque de liquidité et un risque opérationnel dont il faut également tenir compte. À défaut, **l'uniformité du système de notation incite les investisseurs à considérer les produits complexes comme des produits simples, et à négliger d'examiner l'actif sous-jacent ou sa liquidité**. Les agences pourraient reconsidérer leurs échelles de notation soit en ajoutant aux notes un intervalle de confiance, soit en utilisant une échelle spécifique aux produits structurés, comme le préconise le FSF (Forum de la stabilité financière). Il faudrait également prendre les mesures qui s'imposent en termes de qualifications et de salaires pour stabiliser un secteur où règne un fort taux de rotation. Par ailleurs, de nombreuses voix réclament **davantage de transparence concernant les modèles utilisés par les agences, ainsi que les motivations de leurs changements de note**.

En second lieu, des conflits d'intérêt peuvent apparaître au niveau de la rémunération du travail des agences. La rémunération des agences repose sur un paiement, par le client, qui est fonction du nombre d'émissions ; une formule d'abonnement annuel pourrait être une amélioration à considérer.

En outre, il conviendrait de séparer clairement les activités de conseil et de notation.

Enfin, deux des trois principales agences de notation étant des entreprises américaines (Moody's et Standard & Poors), la régulation des agences de notation est aujourd'hui, *de facto*, essentiellement du ressort de la SEC (*Securities and Exchange Commission*). Pour rééquilibrer leur pouvoir de supervision, **les Européens auraient tout intérêt à faire émerger une instance de labellisation des agences au sein du marché unique** au *Committee of European Securities Regulators (CESR)*.

#### *Adapter les normes prudentielles et les normes comptables*

La crise a également révélé des insuffisances des normes censées gérer le risque systémique. Le mécanisme de Bâle II, qui les a établies, repose sur trois piliers :

- un ratio de fonds propres en fonction du risque bancaire qui pondère plus finement les types de risques courus par la banque que Bâle I ;
- des procédures de surveillance de la gestion des fonds propres par les autorités nationales ;
- la discipline de marché (transparence dans la communication des établissements).

Ces normes ont pourtant concentré les critiques car, l'obligation de conserver un ratio de fonds propres dépendant du risque des actifs bancaires, elles incitent les banques à restreindre d'autant plus leurs crédits car le risque de crédit ainsi que les actifs sont évalués à partir de la valeur de marché. Or, en cas de défaillance des marchés, les prix de marché surestiment le risque couru.

**Pour atténuer cette procyclicité des règles de Bâle II, les superviseurs nationaux pourraient encourager les banques à lisser les cycles dans leurs systèmes d'évaluation des risques sans assouplir le ratio de fonds propres, qui est une précaution justifiée**. Il faudrait idéalement que les autorités de réglementation élaborent de nouvelles méthodes qui filtrent les composantes qui ne reflètent pas une variation de la valeur fondamentale des actifs<sup>21</sup>.

De manière plus générale, la pertinence en période de crise de la comptabilisation en juste valeur promue au rang de règle générale, à partir du référentiel comptable IAS/IFRS, est remise en question. La juste valeur se montre en effet défailtante, quand la dégradation des conditions de crédit contraint les intermédiaires financiers à vendre des actifs dont le prix de marché est défini en fonction de la liquidité agrégée des établissements financiers susceptibles de les acquérir<sup>22</sup>. L'évaluation au prix de marché expose donc particulièrement les banques en temps de crise. **L'importance prise par le risque d'illiquidité des actifs pourrait justifier de compléter les exigences de fonds propres par des critères de liquidité**.

<sup>21</sup> Rochet (2008).

<sup>22</sup> Plantin, Sapra et Shin (2008).

En outre, la norme comptable IAS 39 pose un problème d'articulation avec le dispositif prudentiel de Bâle II. Cette norme régit en effet les provisions pour prêts douteux, qui doivent être évaluées à leur valeur de marché dans le bilan de la banque. Les pertes inscrites au bilan ne sont donc pas les pertes escomptées, qui ont servi au calcul du dénominateur du ratio de fonds propres. Il faudrait alors **renforcer les exigences de provisions pour prêts douteux ou les exigences de fonds propres en périodes fastes.**

#### *Quel périmètre d'application pour les normes prudentielles ?*

Le G20 souhaite clairement que « tous les marchés, produits et acteurs financiers soient soumis à une régulation ou à une surveillance, selon le cas ». **Les pressions à un surcroît de réglementation s'exercent particulièrement sur l'ensemble des acteurs de la titrisation ainsi que sur les fonds (*hedge funds* ou fonds d'investissement), par lesquels transitent des masses de liquidité croissantes.** Les recommandations du rapport CAE<sup>23</sup> vont dans le sens d'une régulation modulée en fonction du comportement plus ou moins risqué des fonds.

Afin de s'assurer contre le risque systémique, il faut certes pouvoir établir des critères prudentiels exigeants mais non pas nécessairement communs à tous les acteurs. En effet, des règles trop communes neutralisent la diversité première, renforçant ainsi la corrélation des comportements et donc le risque systémique. Il peut ainsi être envisagé d'imposer des règles plus contraignantes aux établissements à mesure que leur impact systémique s'accroît. Certains établissements, *too big to fail*, sachant qu'ils seront secourus dans les situations critiques, ont tendance à adopter un comportement trop risqué. **Cette assurance pourrait être tarifée, par exemple, en soumettant les établissements à des exigences plus strictes (concentration, levier, rémunérations des cadres financiers, atténuation des fluctuations, nature des contreparties) au fur et à mesure de la croissance de leurs actifs et donc du risque qu'ils font courir à l'ensemble du système.** Seule une institution à l'autorité renforcée, comme un superviseur européen issu du processus Lamfalussy, peut imposer une telle régulation. **Les établissements qui préfèrent poursuivre des stratégies plus risquées que celles permises par le régulateur pourront toujours opter pour une scission** car l'effet de dilution préviendrait un impact systémique.

Les réformes préconisées, quoique nécessaires, sont pourtant condamnées à être dépassées par la créativité des acteurs. Il importe donc de renforcer également les fonctions de supervision de la finance et de prévention des crises, tant au plan national qu'international.

<sup>23</sup>Artus *et alii* (2008).

## 3.2. Gouvernance financière

### *Politique macroéconomique*

#### *Politique monétaire et prévention des crises*

Les bulles (et les krachs) peuvent, en écartant les prix des actifs de leur valeur fondamentale, provoquer une amplification néfaste des cycles d'activité. En effet, certains actifs servent de collatéral aux emprunteurs, qui peuvent alors accroître le montant de leurs prêts. Si ces actifs s'apprécient, le crédit est encouragé, la consommation et les investissements peuvent ainsi alimenter la production (et *vice-versa*).

Par ailleurs, les principales banques centrales mènent une politique de ciblage de l'inflation afin d'affirmer la crédibilité de leur politique monétaire et de prévenir durablement les tensions inflationnistes ou déflationnistes futures sans se préoccuper des bulles. **Une politique monétaire qui serait capable, en sus, de tempérer les mouvements « exubérants »** (non fondamentaux) des actifs par une variation des taux d'intérêt allant « contre le vent » serait donc en mesure d'atténuer les fluctuations économiques. Si l'on peut douter de la capacité d'une banque centrale à extraire des informations de meilleure qualité que celles captées par le marché, la nature des objectifs à plus long terme de la banque centrale, différents de ceux poursuivis par certains acteurs de marché, peut néanmoins justifier une intervention.

Il n'en reste pas moins que **les taux d'intérêt ne sont pas nécessairement un instrument efficace pour contrer les bulles** qui, rappelons-le, se développent dans des conditions atypiques qui faussent les anticipations des agents. Enfin, l'augmentation des taux affecte indistinctement tous les actifs et une réaction de la banque centrale peut se révéler suffisamment imprécise pour être globalement négative si elle ne permet pas de contrer la formation de la bulle et qu'elle retarde la reprise.

En général, les banques centrales préfèrent donc cantonner la gestion des bulles aux activités de contrôle du régulateur, qui serait le seul à même d'observer une augmentation concomitante des prix des actifs et de l'expansion du crédit, et réagirait alors de façon *ad hoc*.

#### *Le rôle du secteur public dans l'offre de liquidité*

**L'État, du fait de son pouvoir régalien à lever des impôts, peut s'engager de façon crédible à rembourser ses emprunts. Il a donc la capacité d'intervenir lors de l'avènement d'une crise de liquidité affectant le secteur productif.** Il ne faut cependant pas sous-estimer, d'une part, les problèmes de crédibilité associés à une dette trop élevée et, d'autre part, l'impact d'un choc fiscal sur des consommateurs qui ont également de grandes chances de souffrir d'un problème de liquidité. Jean Tirole précise dans la *Revue de la stabilité financière* (2008) qu'idéalement l'État doit être un fournisseur de liquidité en période de récession. L'État peut également atténuer les effets négatifs de la liquidation d'actifs qui se déprécient fortement

du fait de la surconcurrency engendrée par la crise de liquidité. L'État peut alors soit refinancer les acteurs, soit racheter leurs actifs pour les liquider graduellement. Ces interventions posent cependant des problèmes d'aléa moral et de clientélisme dont les coûts sont impossibles à chiffrer *a priori* et réclament donc un examen au cas par cas.

Si les normes prudentielles ont jusqu'ici porté sur les ratios de solvabilité, la crise actuelle est essentiellement une crise de liquidité pouvant dégénérer en crise de solvabilité. Il a donc été proposé d'adjoindre aux exigences de fonds propres des exigences de liquidités. Cependant, l'agencement optimal entre un « pool » de liquidité interbancaire, des ratios de liquidité, idéalement conditionnels (donc impliquant une supervision) et l'intervention du prêteur en dernier ressort restent encore très flous. Des études théoriques<sup>24</sup> ont conforté ce mode d'intervention mais les réglementations mises en œuvre en réponse à la crise présente ne dépassent pas pour l'instant le cadre national (Allemagne, Pays-Bas, Singapour).

La gestion conjoncturelle des crises d'origine bancaire et financière rencontre un certain consensus keynésien. La liquidité perdue doit être rétablie rapidement. Les leviers aux mains des pouvoirs publics sont la politique monétaire et la relance budgétaire. Si les taux ne peuvent plus être abaissés, les conditions d'une trappe à liquidité sont réunies, et la relance budgétaire, éventuellement dans sa variante fiscale, reste le seul instrument disponible. Il convient alors d'engager rapidement les dépenses à effet immédiat sur l'activité. Un accord européen, voire une coordination mondiale intégrant éventuellement les politiques de change, serait particulièrement bienvenu afin de prévenir de façon crédible les comportements opportunistes.

### **Coopération internationale**

#### *Rénover le rôle du FMI sur ses deux volets de superviseur et de prêteur en dernier ressort*

Au niveau international, face au risque de crise systémique, le système monétaire hérité de Bretton Woods a institué le FMI comme prêteur en dernier ressort auprès des États. Or ses dernières interventions en Amérique latine ou en Asie ont réduit la crédibilité de la police d'assurance du FMI, nombre de pays émergents lui préférant une politique d'auto-assurance en accumulant des excédents courants ou des réserves de change, en désendettant l'État, etc. Suite à la crise, le FMI pourrait donc se recentrer sur sa fonction de coordonnateur de l'économie mondiale. Une telle évolution permettrait de faire aboutir la sempiternelle réforme de la gouvernance du FMI. En effet, le FMI n'aurait plus besoin des mêmes ressources financières, aujourd'hui alimentées essentiellement par les pays du G7, qui justifient la concentration des droits de vote entre les mains des économies les plus développées au détriment des pays émergents.

<sup>24</sup> Rochet (2008).

Cette fonction de surveillance du FMI a été mise en exergue par le G20 lors de sa réunion du 15 novembre dernier, en contrepoint de la production de normes (comptables ou prudentielles) coordonnée par le FSF (Forum de stabilité financière), où il a été recommandé à ces deux organismes d'unir leurs compétences. En outre, le FSF doit s'ouvrir aux économies émergentes d'ici le 31 mars 2009. Mais ne faudrait-il pas aller encore plus loin dans la régulation et créer une institution dotée d'un pouvoir de surveillance et de sanction, à partir du FMI, du FSF et de la BRI (Banque des règlements internationaux) ?

Toutefois, le rééquilibrage souhaité ne passe pas nécessairement par la fin de la démocratie censitaire, car le renforcement du FMI comme coordonnateur de l'économie mondiale pourrait se combiner à une **rénovation de son rôle de prêteur en dernier ressort**. Mais la financiarisation de l'économie nécessite aujourd'hui la mobilisation de sommes beaucoup plus importantes pour venir au secours d'un pays, et les ressources du FMI doivent s'accroître en conséquence au-delà des pays développés. Ce besoin de financement pourrait être alimenté par les pays émergents disposant de réserves de liquidité suffisantes et les pays producteurs de pétrole (proposition de Gordon Brown), au moyen d'une réévaluation de leurs quotes-parts.

#### *Mettre en place une action coordonnée pour lutter contre les places off shore*

La recherche d'une meilleure régulation de la finance mondiale ne saurait contourner le problème de l'opacité financière instaurée par les places *off shore* non collaboratives. Selon l'ONG *Transparency International*, ces places domiciliaient 66% des fonds spéculatifs qui échappent ainsi à toute réglementation du risque et peuvent faire jouer au maximum l'effet de levier.

Une action politique globale, coordonnée par le FMI, s'impose afin que la nouvelle régulation financière ne soit pas minée de l'intérieur par la persistance de ces « trous noirs » de la finance mondiale.

La supervision, les garanties de dépôts ainsi que les renflouements pour prévenir des faillites sont des activités qui rejaillissent sur l'ensemble des acteurs du système financier international. Ces derniers sont donc, en l'absence d'engagement crédible, incités à suivre des comportements de passager clandestin, (en comptant sur les contrôles effectués par les autres) ou de concurrence inefficace (en utilisant la garantie des dépôts pour attirer les liquidités).

Afin d'éviter ces comportements, il pourrait être intéressant d'établir une supervision au niveau européen. En outre, un superviseur européen, adossé à la BCE, bénéficierait à la fois d'une vision plus complète de la situation et de l'expertise de l'ensemble des superviseurs nationaux. Cependant l'absence d'un Trésor Européen unique peut se révéler problématique en cas de nécessité de renflouement. L'existence d'une régulation

commune pourrait atténuer les oppositions actuelles à son établissement. Quand bien même un accord européen serait atteint, le caractère mondial du problème milite pour de meilleures incitations. Par exemple, l'État garantissant les dépôts d'une banque nationale devrait étendre cette garantie aux dépôts des filiales de celles-ci à l'étranger. Enfin, toute instance européenne ou internationale appelée à assurer des activités de supervision globale devra être isolée des pouvoirs nationaux afin de garantir sa crédibilité (Tirole 2008b).

### 3.3. Conséquences de la crise actuelle

Au-delà des réformes qui pourraient advenir aux différentes échelles, **la crise actuelle a déjà entraîné de profonds changements dans le secteur financier**<sup>25</sup>. La faillite de nombreuses petites banques américaines devrait engendrer des mouvements de fusion et d'acquisition à même de consolider le secteur bancaire américain. Les faillites des banques Bear Stearns et Lehman ont conduit nombre de banques d'investissement à fusionner avec des banques de dépôt afin de bénéficier des garanties fournies par la Fed (prêteur en dernier ressort) et le FDIC (garantie de dépôts). Cela signe la fin du processus perturbateur accompagnant le démantèlement du *Glass-Steagall Act* et marque la convergence vers un modèle de banques universelles à l'europpéenne dont l'histoire a prouvé qu'elles étaient plus stables. La crise a également permis de réaffirmer le rôle de l'État comme prêteur en dernier ressort, suscitant une attention accrue envers les modalités de son intervention. Enfin, la rapidité de la réaction des banques centrales à répondre aux crises de liquidité et de solvabilité montre que certaines leçons de la crise de 1929 et de la déflation japonaise ont été assimilées.

---

<sup>25</sup> Bordo M. D. (2008).

## 4. Vers une mutation plus profonde du capitalisme ?

Au-delà des questions de régulation, qui touchent directement la finance, la crise appelle une réflexion sur les pistes d'adaptation des économies aux contraintes sociales et environnementales sur lesquelles la croissance pourrait venir buter. Les limites, voire la défaillance de l'autorégulation comme de l'autocontrôle (les démarches volontaires de responsabilité sociale), soulignent la nécessité d'une réflexion sur les pistes de refondation de notre mode de croissance.

### 4.1. Un capitalisme plus équitable

La question de l'équité mobilise trois niveaux d'action, celui de la gouvernance d'entreprise, celui des États et celui de la gouvernance mondiale.

#### *Une remise en cause des modes de gouvernance d'entreprise ?*

**Le vieillissement des sociétés occidentales provoque une augmentation considérable du taux d'épargne en préparation de la retraite** (Aglietta, 1998). 75% de l'épargne des pays développés est aujourd'hui confiée à des fonds de pension. La hausse des montants en jeu, alliée à la modification de leur gestion, fait émerger **un nouveau mode de régulation du capitalisme autour des fonds de pension**. En effet ces investisseurs institutionnels s'intéressent davantage aux entreprises et à leur stratégie dans la mesure où ils recherchent des rendements à moyen long terme par rapport au marché standard, qui s'intéresse aussi aux plus-values financières des mouvements de cours.

Or la crise actuelle met en lumière **une déficience de pilotage de ces nouveaux acteurs, qui ont probablement négligé leur rôle d'investisseurs à long terme et ont contribué à focaliser la gouvernance d'entreprise sur le seul actionnaire**.

#### *Les fonds de pension ne peuvent être considérés comme de simples intermédiaires financiers car ils gèrent une « dette sociale » à leur passif*

L'enjeu de la discussion est de comprendre que les nouveaux investisseurs institutionnels, et tout particulièrement les fonds de pension, ne sont pas des intermédiaires financiers comme les autres. La composante la plus dynamique de ces fonds (publics ou privés) est constituée de droits à retraite capitalisés, qui ne peuvent être considérés comme une stricte épargne privée, mais comme une dette sociale. Selon Michel Aglietta (1998), « ce sont des droits acquis sur la société en contrepartie de services rendus au cours de la vie active ».

La réglementation spécifique de l'activité bancaire apparaît légitime parce que les banques gèrent à leur passif un bien collectif, la monnaie. La confiance dans la monnaie garantie par l'autorité publique assure le fonctionnement de l'économie en permettant l'échange. **La confiance dans les fonds de pension doit être de même nature, dans la mesure où une incertitude radicale sur**

**les revenus de l'inactivité entraînerait des comportements de consommation tout au long de la vie au mieux sous-optimaux, au pire chaotiques.**

**La faiblesse majeure de la régulation par les fonds tient dans l'asymétrie des relations entre les gestionnaires des fonds et leurs mandants, les épargnants** (Rebérioux, 2007). Ce manque de contrôle des épargnants sur les fonds fragilise un système régi par la concurrence entre gestionnaires de fonds pour afficher les meilleures performances à court terme. **La France semble cependant moins sujette à de telles dérives dans la mesure où la « loi Fillon » du 21 août 2003 confère aux salariés et à leurs représentants un pouvoir de cogestion sur leur épargne salariale** (Plans d'Épargne entreprise) et leur épargne retraite (Plans d'Épargne retraite collectifs). La puissance publique semble néanmoins légitime pour définir des ratios prudentiels (sans hors bilan), contrôlés par des spécialistes, tout en évitant une trop forte immixtion dans la gestion professionnelle des placements des fonds.

#### *Au lieu de maximiser sa seule valeur boursière, l'entreprise doit privilégier une « production en équipe »*

L'évolution récente du capitalisme place en outre les intérêts des actionnaires (maximisation de la valeur boursière) au centre de la stratégie de l'entreprise qu'ils contrôlent, en les garantissant contre les asymétries d'information potentielles par l'association des dirigeants aux résultats de l'entreprise et la transparence de l'information financière.

Cependant, la crise souligne, d'une part, à quel point la valeur boursière est un indicateur insuffisant, qui en période de troubles s'éloigne de la valeur fondamentale des actifs, et d'autre part que les salariés portent également une partie du risque entrepreneurial puisque ce sont les fonds qui diversifient le risque alors que les entreprises doivent se spécialiser.

**Le modèle de la « production en équipe », dont la forme initiale est développée par Blair et Stout (1999), constitue aujourd'hui la piste sans doute la plus intéressante d'une définition partenariale de la responsabilité des sociétés cotées.** Puisque toutes les parties prenantes ont intérêt à déléguer leur pouvoir à un tiers indépendant, le conseil d'administration, dont la neutralité est essentielle, doit assurer la coordination de l'équipe et assumer les choix stratégiques pour encourager chacun à spécialiser ses actifs, augmentant ainsi le profit global.

Les provisions anti-OPA existant, à l'heure actuelle, dans 43 États américains vont également dans le sens d'un modèle partenarial de gouvernance<sup>26</sup>. Ces provisions partagent de fait un point commun :

<sup>26</sup> Moore et Rebérioux (2007).

elles invitent les administrateurs d'une société cible, dans leur appréciation du bien-fondé d'une OPA/OPE, à considérer des intérêts autres que ceux des actionnaires<sup>27</sup>. La France s'est également engagée dans ce type de gouvernance d'entreprise à travers la gestion de l'épargne salariale par les Fonds commun de placement d'entreprise. Ce type de fonds possède un conseil de surveillance, définit la politique d'investissement et exerce les droits de vote attachés aux actions détenues. Il est paritaire et comprend une moitié de représentants des salariés-bénéficiaires et une moitié de représentants de la direction. Il semble cependant qu'en pratique les salariés n'aient que peu d'influence sur la gestion, souvent déléguée et difficilement contrôlable (Autenne, 2005). Il est pourtant légitime que, une fois reconnue une dette sociale au passif d'institutions comme les fonds de pension, la contrepartie à l'actif soit en partie considérée comme une « propriété sociale »

À un niveau supérieur, rendre le capitalisme plus équitable passe par une rénovation du rôle de l'État en matière sociale.

### Réformer le rôle de l'État « social »

La crise amène à jeter un regard nouveau sur la question des inégalités « soutenables » et, par là même, sur le rôle de l'État en matière de redistribution et d'assurance des risques. L'État-Providence a fait l'objet de critiques assez rudes au cours des dernières années, concernant les risques de « désincitation » au travail ou à l'investissement qu'il faisait courir,<sup>28</sup> ou du point de vue de la défiance qu'il aurait instaurée entre les individus. P. Cahuc et Yann Algan dénoncent notamment le fait qu'une logique corporatiste et peu transparente est susceptible de désolidariser les individus et conduire, en fin de compte, à un individualisme inquiet<sup>29</sup>.

Simultanément, des analyses convergentes ont recommandé de rééquilibrer la balance « équité, efficacité » de la fiscalité française pour s'acheminer vers plus de neutralité, notamment dans un contexte de concurrence fiscale accrue, allant, dans leurs formulations les plus extrêmes, jusqu'à promouvoir l'instauration d'une *flat tax*. Les rapports Bourguignon (1998)<sup>30</sup> ou Le Cacheux et Saint-Étienne (2006)<sup>31</sup> préconisent une réforme qui

abaîsserait fortement les taux marginaux nominaux d'imposition, tout en élargissant les bases.

Ces rapports indiquent néanmoins qu'il existe une voie pour combiner plus de neutralité et plus de redistributivité du système français : pris dans son ensemble, le système redistributif français n'a pas l'effet égalisateur sur la distribution des revenus que laisserait augurer le niveau des prélèvements obligatoires (rapport Bourguignon, 1998 ; rapport Ducamin, 1996). On explique généralement ce constat par le faible rendement de l'impôt sur le revenu. En France, les prélèvements sur les salaires atteignent un niveau élevé, mais exercent un effet redistributif plus faible qu'à l'étranger en raison de la faible part des prélèvements progressifs. La redistribution ainsi réalisée en France est certes substantielle : elle représentait selon le rapport Bourguignon un transfert de la partie supérieure à la partie inférieure de cette distribution égal à 5% environ du revenu disponible total des ménages. Ce chiffre était néanmoins inférieur à celui de nos voisins européens (Allemagne ou Royaume-Uni) à la fin de la décennie 1990, du fait d'un plus faible poids des prestations non contributives (transferts sans contrepartie) et de la place plus réduite de l'impôt sur le revenu, qui, bien qu'étant très progressif sur le dernier décile, est globalement moins redistributif.

Le poids des cotisations sociales (15% du PIB) rend possible une redistribution d'ampleur entre ménages, mais confère une originalité très marquée au système redistributif français. La France opère massivement la redistribution *via* les prélèvements sociaux sur le travail. Au total, au regard de l'occurrence de la pauvreté avant et après transferts, **le système fiscal-social apparaît comme fortement correcteur en comparaison internationale, mais selon des voies complexes<sup>32</sup>. Les revenus sociaux – hors retraites – ont un impact fort sur le taux de pauvreté** à travers principalement le mécanisme des exonérations de charges d'une part et l'impact des minima d'autre part (RMI/RSA, PPE, CMU...).

Ces constats critiques ne plaident pas nécessairement pour moins de régulation collective, mais pour la mise en place **de systèmes plus transparents et lisibles à l'instar des économies du Nord de l'Europe :**

- instauration d'un dialogue social élargi, et de normes négociées plutôt qu'édictees par voie réglementaire, d'une protection sociale efficace, fondée sur des règles transparentes et équitables ;
- mise en place d'instruments de redistribution clairs, adossés à la fiscalité et s'appuyant sur une base large.

**Les opportunités d'intervention collective en faveur d'une plus grande équité du capitalisme ne se restreignent pas au champ de la fiscalité.** La puissance publique se doit en effet de garantir à l'ensemble de sa population des « capacités »

<sup>27</sup> En Pennsylvanie par exemple, doivent être prises en compte les conséquences pour « tout groupe affecté par cette opération, y compris les actionnaires, les salariés, les consommateurs et les créanciers », ainsi que « les communautés dans lesquelles les bureaux et autres établissements de l'entreprises sont situés ».

<sup>28</sup> G. Laroque et B. Salanié, 2000.

<sup>29</sup> « Le corporatisme, qui consiste à octroyer des droits sociaux associés au statut et à la profession de chacun, segmente la société, opacifie les relations sociales, favorise la recherche de rentes, entretient la suspicion mutuelle et mine les mécanismes de solidarité. »

<sup>30</sup> F. Bourguignon, 1998.

<sup>31</sup> C. Saint-Étienne et J. Le Cacheux, 2005.

<sup>32</sup> É. Besson, 2007.

révélatrices de son niveau de bien-être (vivre vieux, participer à l'activité économique, participer à la vie politique...), **telles que les ont définies Amartya Sen et Martha Nussbaum**. Proches d'un concept d'égalité des chances à grande échelle, les capacités sont « un ensemble de vecteurs de fonctionnement qui indiquent qu'un individu est libre de mener tel ou tel type de vie » (Sen, 2000). Elles laissent ainsi toute leur place à la liberté de choix, à l'hétérogénéité individuelle et à la nature multidimensionnelle du bien-être.

Les capacités essentielles résultent notamment, outre les fonctions régaliennes, des grandes fonctions étatiques correspondant au développement du capital humain et environnemental : l'éducation, la santé, la culture, les loisirs et l'environnement. Une plus grande équité sociale passe par le renforcement de l'efficacité et de l'efficience de ces fonctions, y compris par des formes de délégation adaptées. À l'heure actuelle, si l'on examine les arbitrages qui président à l'allocation des moyens humains des administrations publiques (sur la base des rémunérations publiques rapportées au PIB), on observe que la France investit fortement sur l'éducation et la santé, contrairement aux États-Unis ou au Royaume-Uni, qui privilégient une seule des deux dimensions. En revanche, elle est distancée par les pays scandinaves en matière d'accompagnement des personnes en difficulté (politiques sociales actives), même si elle mobilise par ailleurs des moyens importants en faveur du capital humain ou environnemental destiné à l'ensemble de la population. **La France développe ainsi une conception de l'État protecteur plutôt passive (redistributive) en comparaison des pays du Nord, qui utilisent beaucoup de moyens humains sur la fonction de protection sociale.**

**Un renforcement de l'égalité des chances nécessite donc de mettre davantage l'accent sur les politiques sociales actives.** Il implique aussi probablement de traiter des problèmes plus institutionnels touchant à l'éducation et aux discriminations, afin de relancer l'ascenseur social.

#### 4.2. Vers un capitalisme éthique

Parallèlement aux questions d'équité se pose la question de la contrainte environnementale. Si le développement durable est une réponse, les formes actuelles de régulation semblent aujourd'hui montrer leurs limites.

##### *L'ébauche d'un capitalisme éthique*

***La finance socialement responsable pourrait être confortée par la crise financière.***

L'investissement socialement responsable (ISR) sélectionne les actifs en fonction de critères sociaux, environnementaux et de gouvernance. Ce type de gestion spécialisée est encore embryonnaire (moins de 1% des actifs gérés professionnellement en France), mais la gestion classique tend également à intégrer ces critères. En renforçant l'aversion au risque, la crise financière pourrait inciter les investisseurs à s'intéresser

davantage aux actifs gérés de manière durable ou, au contraire, les en détourner du fait du surcoût occasionné par la prise en compte de critères sociaux et environnementaux. Imposer de nouvelles contraintes sociales et environnementales aux entreprises pourrait avoir des effets ambivalents : un effet procyclique en renforçant l'aversion au risque ou bien une limitation de la surliquidité.

On peut néanmoins s'interroger sur le caractère réellement alternatif de l'ISR, et sur sa capacité à rendre le capitalisme plus soucieux de l'environnement, alors que la performance sociale et environnementale reste faiblement corrélée à la valorisation boursière. En outre, sauf cas de violation extrême des droits humains, les gestionnaires ISR excluent rarement des entreprises de leur portefeuille. Ils ne sont pas davantage prémunis ni de la logique de rendement à court terme, ni du mimétisme de marché. Leur prise en compte du long terme reste strictement limitée par la logique de la revente de titres au bon moment avec un taux de rotation de 6 à 9 mois comparable à celui des autres fonds.

***Les critères sociaux et environnementaux sont difficiles à intégrer à l'évaluation des entreprises.***

Les critères d'évaluation de la durabilité des entreprises sont faiblement harmonisés nationalement et internationalement, et varient fortement d'un secteur d'activité à l'autre, voire d'une entreprise à l'autre. Ils sont également fondés sur des données peu vérifiables soit parce qu'elles sont essentiellement qualitatives, soit parce que les indicateurs retenus ne sont pas comparables dans le temps et l'espace.

De ce point de vue, la puissance publique a un rôle à jouer, en précisant davantage l'information qu'elle impose aux entreprises de retracer pour permettre une meilleure appréhension de leur « bilan social ». Les réglementations actuelles reflètent encore la difficulté à identifier la nature et le périmètre des informations nécessaires pour attester de la durabilité des entreprises.

La diffusion des instruments de marché en matière environnementale favorise certes la prise en compte par les marchés financiers de ces externalités mais elle ne pourra traiter l'ensemble des enjeux environnementaux dont une très grande partie est réglementaire. Au-delà, certaines externalités sociales et environnementales, comme l'éco-innovation, sont difficiles à monétiser. La question de l'emploi et des ressources humaines reste le parent pauvre de l'intégration des critères extra-financiers par les analystes, alors même que la valeur « immatérielle » de l'entreprise est de plus en plus déterminée par la qualité de son capital humain. Y compris dans la gestion alternative, la composante ressources humaines reste considérée comme un coût, comptabilisé au passif du compte d'exploitation. Enfin, les questions environnementales et celles de la sous-traitance qui sont pourtant transversales à tous les types d'activité ne sont abordées qu'en fonction des secteurs très polluants ou très délocalisés. Pour

faire mieux, il est probable que les marchés financiers aient besoin de s'appuyer sur une « comptabilité » qu'ils ne peuvent guère créer eux-mêmes. L'exemple de la finance carbone l'illustre bien. Les marchés financiers ont commencé à s'intéresser aux gaz à effet de serre à partir du moment où ces derniers ont eu une traduction financière palpable par le biais des quotas de permis d'émissions.

La question géographique se pose également dans la mesure où les critères de durabilité, qui reflètent des préférences collectives et des niveaux de revenus, ne sont pas nécessairement identiques d'un pays à l'autre. En outre, avec le fractionnement géographique des processus productifs autour de sous-traitants et de *business units* juridiquement indépendantes du donneur d'ordre, il est délicat d'estimer la durabilité d'une entreprise sur la totalité de la chaîne de la valeur.

#### **Comment accéder à une croissance durable ?**

Aujourd'hui, il semble absurde de découpler la croissance mondiale de l'évolution des questions environnementales.

D'une part, **la pression sur les ressources environnementales ne décroît pas avec la hausse globale du revenu et est donc intrinsèquement liée à notre mode de croissance (consommation et production)**. Il est illusoire d'attendre que le niveau de revenu de l'ensemble de la planète ait atteint un seuil hypothétique (de 6 000 dollars par habitant selon les études initiales de la courbe environnementale de Kuznets<sup>33</sup>) pour espérer résoudre les questions environnementales. En effet, l'idée que la croissance serait nuisible pour l'environnement dans un premier temps, mais entraînerait son amélioration au-delà d'un certain seuil de revenu, ne vaut pas pour les pollutions délocalisées ni pour la consommation des ressources naturelles, qui continuent de croître avec le niveau de revenu.

D'autre part, **la pression sur les ressources environnementales pèsera, à terme, sur la croissance future**, en entamant la productivité de secteurs comme l'agriculture, en générant des coûts de réparation et des coûts sur la santé humaine. Au total, le rapport Stern évalue l'ampleur de ces dommages sur la croissance future à une perte de PIB de 10 à 20% entre 2050 et 2100 selon les scénarios.

**Cette menace rend légitimes les politiques de protection de l'environnement, même si elles pèsent à court terme sur certaines composantes de la croissance.** Les instruments de politiques environnementales des pays industrialisés sont le plus souvent perçus comme néfastes pour la compétitivité des entreprises et l'emploi. Ils

<sup>33</sup> La courbe environnementale de Kuznets établit une analogie avec l'hypothèse originelle de Kuznets selon laquelle la croissance du revenu par tête accroît dans un premier temps les inégalités qui ensuite se réduisent (mise en place de politiques de redistribution).

occasionnent, en effet, des coûts directs (redevances ou taxes) et des coûts indirects de mise en conformité (normes et réglementations). En renchérissant les prix des produits échangés, ces coûts sont susceptibles :

- de détériorer les termes de l'échange pour les biens produits dans des pays à forte régulation environnementale et, partant, d'affecter le chiffre d'affaires des entreprises ;
- d'inciter dès lors les firmes à s'implanter là où la régulation environnementale est plus laxiste, conduisant à la création de « havres de pollution » (*pollution havens*) ;
- de favoriser une compétition entre pays vers le moins-disant écologique (*dumping* environnemental) dans une course à l'attractivité aboutissant à un nivellement par le bas des normes environnementales (*race to the bottom*).

Ces instruments de politique environnementale ne sont pas toujours par ailleurs équitables socialement. Ils portent sur des biens consommés en plus grande proportion (relativement à leur revenu) par les ménages modestes, soit directement (essence...), soit parce que les produits taxés entrent dans la production de leur consommation finale (énergie, pollution...).

Les études et les projections réalisées en Europe ne montrent pas un impact significatif des réglementations environnementales sur l'emploi<sup>34</sup>, que ce soit en termes de pertes d'emploi ou en termes de « double dividende » (création d'emploi et amélioration de l'environnement). Sans surprise, elles constatent surtout que la mise en place de taxes environnementales est neutre pour l'emploi si elle s'accompagne de manière concomitante d'une baisse des charges sociales pesant sur le travail.

**Deux effets positifs peuvent néanmoins se cumuler à l'avenir, et créer les conditions d'une « croissance verte » :**

- les pertes d'emploi dues à une contrainte environnementale plus sévère sont susceptibles d'être compensées par des créations d'emplois « environnementaux » à l'intérieur des entreprises ou à l'extérieur (éco-industries) ;
- selon l'hypothèse de Porter<sup>35</sup>, un niveau élevé de protection environnementale peut stimuler le progrès technologique et l'investissement, accroître l'efficacité de la production et susciter l'apparition de nouvelles branches d'activité et de nouveaux métiers.

Au final, la possibilité d'une croissance « verte » relève de deux conditions essentielles : ces nouveaux marchés auront-ils un contenu en valeur

<sup>34</sup> Cf. en particulier la revue de la littérature réalisée par l'OCDE sur les questions d'emploi et d'environnement : OCDE (2004), *Environment and employment : an assessment*.

<sup>35</sup> M. Porter (1990), *The Competitive Advantage of Nations*.

ajoutée suffisant ? Permettront-ils de garantir un partage équitable de cette valeur ajoutée et du coût de l'ajustement (entre pays riches et émergents, entre individus) ? Cette tension entre les objectifs souligne que les réflexions sur le développement durable sont indissociables de celles sur l'équité<sup>36</sup>.

**Centre d'analyse stratégique, *Département des affaires économiques et financières***

Mahdi Ben Jelloul, Thomas Brand, Bertille Delaveau, Cécile Jolly, Celine Mareuge, Olivier Passet, Clément Schaff

---

<sup>36</sup> Fitoussi et Laurent, (2008).

## Bibliographie

- Aglietta M., 1998, *Le capitalisme de demain*, Note de la Fondation Saint-Simon.
- Aglietta M. et Berrebi L., 2007, *Désordres dans le capitalisme mondial*, Odile Jacob.
- Artus P., Betbèze J.-P., de Boissieu C. et Capelle-Blancard G., 2007, *La crise des subprimes*, Rapport du Conseil d'analyse économique, La Documentation française.
- Attali J., 2008, *La Crise, et après ?*, Fayard.
- Autenne A., 2005, *Analyse économique du droit de l'actionnariat salarié. Apports et limites des approches contractualiste, néo-institutionnaliste et comparativiste de la gouvernance d'entreprise*, Bruxelles, Bruylant.
- Besson É., 2007, *TVA sociale*, septembre.
- Blair M. et Stout L., 1999, « A team production theory of corporate law », *Virginia Law Review*, vol. 85, p. 247-328.
- Bourguignon F., 1998, *Fiscalité et redistribution*, Rapport du Conseil d'analyse économique, n° 11, La Documentation française.
- Cailleteau P. et de Margerie G., 2008, « La fin du premier âge de la finance de marché », *En Temps Réel*, Cahier 35, juillet, [www.entempsreel.com](http://www.entempsreel.com)
- Cechetti S., Genberg H., Lipsky J. et Wadhvani S., 2000, « Asset prices and central bank policy », International Center for Monetary and Banking Studies.
- Cline W., 1997, « Trade and income distribution », Institute for international economics.
- Cohen D., 2004, *La Mondialisation et ses ennemis*, Grasset.
- Collier P., 2007, *The Bottom Billion : Why the poorest countries are failing and what can be done about it*, Oxford University Press.
- Fama E., 1970, « Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work ». *Journal of Finance* 25 (2): pages 383–417, mai.
- Fama E., 1991, « Efficient Markets: II », Fiftieth Anniversary Invited Paper, *Journal of Finance*, 46, pages 1575-1617, décembre.
- Fitoussi J.-P. et Laurent E., 2008, *La Nouvelle Écologie politique*, Économie et développement humain, Seuil – La République des idées.
- Freeman R., 2005, « The Doubling of the Global Workforce », *The Globalist*, June, <http://www.theglobalist.com/>
- Katz L. et Murphy K., 1992, « Changes in Relative Wages, 1963-1987 : Supply and Demand Factors », *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, vol. 107(1), pages 35-78, février.
- Katzenstein P., 1984, *Corporatism and Change: Austria, Switzerland, and the Politics of Industry*, Ithaca London : Cornell University Press.
- Katzenstein P., 1985, *Small States in World Markets. Industrial Policy in Europe*, Ithaca-London : Cornell University Press.
- Kindleberger C., 1978, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, Wiley, 2005, 5e édition, 1re édition en 1978.
- Krugman P., 1979, « Increasing returns, monopolistic competition, and international trade », *Journal of International Economics*, Volume 9, Issue 4, November, pages 469-479, novembre.
- Krugman P., 1998, *La mondialisation n'est pas coupable, vertus et limites du libre échange*, La Découverte.
- Krugman R., 2008, « Trade and wages, reconsidered », *working paper*, février.
- Laroque G. et Salanié B., 2000, « Une décomposition du non-emploi en France », *Économie et statistique*, vol. 1, n° 331
- Lucas R., 1990, « Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries ? » *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 80(2), pages 92-96, mai.
- Michael D. Bordo, 2008, « An historical perspective on the crisis of 2007-2008 », NBER, *working paper* 14569.
- Moore M. et Rebérioux A., 2007, « The corporate governance of the firm as an entity; old issue for the new debate », in Biondi Y., Canziani A. et Kirat T. (éds.), *The firm as an entity: implications for economics, accounting, and law*, Routledge, p. 348-374.

- Plantin, Sapra et Shin, 2008, « Comptabilisation en juste valeur et stabilité financière », *Revue de la stabilité financière*, n°12, octobre.
- Plihon D. et Guttman R., « Consumer debt at the center of finance-led capitalism », *Working paper*, 2007.
- Rebérioux A. 2007, Note de lecture : *Les fonds de pension. Entre protection sociale et spéculation financière*, Sabine Montagne, Odile Jacob, 2006, 301 p., *Revue de la régulation* n°1.
- Rochet J-C., 2008, « La réglementation de la liquidité et le prêteur en dernier ressort », *Revue de la stabilité financière*, n°11, février.
- Rodrick D., 1996, *Has globalization gone too far*, Institute for International Economics, Marchmars.
- Saint-Étienne C. et Le Cacheux J., 2005, *Croissance équitable et concurrence fiscale*, Rapport du Conseil d'analyse économique, n ° 56, La Documentation française.
- Saez,E., «The Evolution of Top Incomes in the United States », <http://elsa.berkeley.edu/~saez/saez-UStopincomes-2006prel.pdf>
- Schaff C., Passet O. et Lemoine K., 2008, « *Réalités et apparences du déficit extérieur américain* », Centre d'analyse stratégique, Note de veille 94, mars 2008.
- Sgard J., 2004, « IMF in Theory: Sovereign Debts, Judicialisation and Multilateralism », CEPII, *Working Paper* n° 2004-21
- Stiglitz J.E., 2006, *Un autre monde : Contre le fanatisme du marché*, Fayard.
- Tirole, J., 2008a, « Déficits de liquidité : fondements théoriques », *Revue de la stabilité financière* , n°11, février.
- Tirole, J., 2008b, « Leçons d'une crise », *Toulouse School of Economics notes*, n°1, décembre.