

Introduction

L'objectif de cet ouvrage est d'analyser et de défendre vingt propositions dont la mise en œuvre, en Europe notamment, permettrait une réforme du capitalisme que la crise a rendue urgente et nécessaire. Sa conviction de départ est double :

1. Le versant financier de la crise, lié aux *subprimes**, est certes fondamental mais ne peut pas être analysé indépendamment de son versant économique, lié au crédit à la consommation, aux relations entre actionnaires et dirigeants d'entreprises, à la fiscalité des entreprises, etc.

2. La crise actuelle ne signe pas la fin du capitalisme libéral comme tel mais l'inaptitude d'*un certain modèle capitaliste* à assurer le développement des sociétés européennes : le modèle (d'origine anglo-saxonne) qui vise, à la faveur de la déréglementation, à centrer nos sociétés autour de marchés financiers prétendument autorégulés¹. La tempête financière amorcée en 2007 démontre, après beaucoup d'autres, qu'un tel projet de société atteint ses limites, de sorte que la question posée devient : quelles règles imposer aux marchés pour qu'ils puissent remplir convenablement leur rôle ? Comment faire en sorte que notre système économique prenne mieux en compte, par ailleurs, les défis que représentent la préservation de la planète et la lutte contre la pauvreté ? Comment subordonner la croissance économique à un développement durable ?

L'ambition de cet ouvrage est de contribuer au débat public sur les réformes qui pourraient structurer un véritable accord sur les institutions économiques et financières internationales, un second Bretton-Woods. Pour cette raison, il est écrit à plusieurs voix, par des professionnels des marchés financiers et de la finance d'entreprise, des économistes, des philosophes et des mathématiciens du milieu académique. Ce travail collectif veut aussi témoigner, en dépit du sentiment

1. À cet égard, 2008 représente un « tournant historique » analogue à ce que fut la chute du mur de Berlin à l'automne 1989.

contraire parfois répandu, qu'il est possible de « travailler à plusieurs » pour décider collectivement des règles du vivre-ensemble.

Les termes techniques suivis d'un astérisque sont définis dans un glossaire situé à la fin de l'ouvrage.

RÉGLEMENTER LES MARCHÉS ?

Qu'on nous comprenne bien : il ne s'agit pas, pour nous, de diaboliser les marchés financiers comme tels. Le rôle de ces marchés est, et demeure, de gérer l'allocation des capitaux financiers et de transférer les risques au sein de nos économies. À cette fin, les opérateurs financiers collectent l'épargne des ménages et la redistribuent sous la forme d'investissement et de crédit. Ils permettent ainsi de transférer à travers l'espace et le temps les capitaux de ceux qui en disposent vers ceux qui en ont besoin, afin que ces derniers puissent les utiliser pour financer leurs propres projets et leurs entreprises. En principe, les utilisateurs font alors fructifier ces capitaux avant de les retourner à leurs propriétaires initiaux et de leur verser un intérêt ou de partager avec eux une partie de la richesse ainsi produite. Ce faisant, les risques inhérents aux activités économiques sont transférés, en totalité ou en partie, de ceux qui cherchent à s'assurer vers ceux qui sont prêts, contre rémunération, à porter lesdits risques. À ce titre, les marchés financiers, rappelons-le, sont indispensables à la vie de nos sociétés. Reste que leur fonction, qu'on vient de rappeler, est très générale : il y a mille manières, pour un marché, de rendre ce service. Les propriétés des marchés décentralisés qu'on va rappeler dans un instant signalent simplement qu'il n'y a aucune raison d'attendre d'un marché qu'il remplisse convenablement son rôle si on ne lui impose pas un certain nombre de règles. Tout l'enjeu de ce livre est de discuter des types de régulation* et de réglementation* qui pourraient être mis en œuvre, à la lumière de la crise.

QUELQUES REMARQUES ICONOCLASTES

Dégageons quelques-unes des options fondamentales sur lesquelles s'appuient les analyses et les arguments de ce livre. La plupart donnent un contenu précis aux défaillances de la « main invisible ». Cette expression désigne, depuis Adam Smith¹, le processus par lequel un

1. Voir sa *Recherche sur la nature et les causes de la richesse des nations* (1776), GF-Flammarion, 1998.

marché décentralisé, peuplé d'intervenants qui ne poursuivent que leur intérêt particulier, parvient à « convertir » cette rencontre d'intérêts conflictuels en une répartition des biens qui soit collectivement la « meilleure » possible. La traduction moderne de cette propriété consiste à attribuer aux marchés l'aptitude à allouer les ressources qui s'y échangent de manière efficace*.

En réalité, les marchés, parce qu'ils sont incomplets*, n'allouent presque jamais les ressources de façon efficace*¹. C'est le cas, en particulier, des marchés financiers. L'innovation financière² ne permet pas, en soi, d'améliorer l'efficacité de ces marchés. Il est donc faux de prétendre que l'innovation financière – qui s'est développée de manière frénétique depuis les années 1980 – est utile à la collectivité au motif qu'elle diminuerait l'exposition aux risques des acteurs qui ont accès aux marchés financiers.

De plus, des marchés incomplets, même peuplés d'intervenants parfaitement informés et absolument rationnels, ne sont pas immunisés contre des bulles spéculatives*, *i.e.*, contre des mouvements de prix (à la hausse comme à la baisse) qui sont sans rapport avec les fondamentaux réels de l'économie. Limiter ou éliminer les bulles exige de réglementer les marchés. Quant aux théories financières communément utilisées pour valoriser les actifs³, elles sont incapables, si elles prennent au sérieux l'incomplétude des marchés financiers, de produire un « juste prix* » unique. Cette indétermination implique qu'en pratique, la valorisation d'actifs telle qu'elle est actuellement pratiquée est entachée d'arbitraire, tout comme les techniques de couverture*. En outre, introduire des taxes sur les transactions financières dans des marchés incomplets peut contribuer à rendre plus efficaces (et pas seulement plus équitables) les équilibres entre offre et demande qui en résultent.

Enfin, des marchés financiers incomplets peuvent transmettre des prix qui ne révèlent qu'imparfaitement l'information privée des intervenants. Cela signifie que les marchés sont très rarement efficaces* : il ne suffit pas d'observer des prix de marché pour pouvoir en extraire toute l'information pertinente nécessaire à la prise de décision économique.

1. Pour une discussion détaillée de ces « remarques iconoclastes », voir le glossaire ainsi que les Propositions 10, 13 et 15.

2. C'est-à-dire la création de nouveaux instruments financiers. Par exemple, les années 2000 ont vu l'introduction d'actifs financiers originaux, liés à la météorologie. Cette créativité est *a priori* une manière de contribuer à compléter les marchés financiers et donc, croit-on souvent, de les rendre plus efficaces.

3. Voir Proposition 10.

QUELLES LEÇONS TIRER DE LA CRISE ?

Ces points, bien qu'ils soient connus depuis longtemps de l'économie et de la finance mathématique, vont évidemment à contre-courant de la vulgate néolibérale ou « libertarienne* » sur la toute-puissance, l'omniscience et la bienveillance sociale de la « main invisible ». Ils paraîtront donc iconoclastes à certains. La crise dite des « *subprimes** » amorcée au cours du printemps 2007 a pourtant confirmé ce que d'aucuns savaient déjà – à savoir que les marchés dérégulés sont en général inefficaces, inefficients et inéquitables. En outre, elle a mis en lumière deux propriétés sans doute nouvelles dans le regard des économistes sur les marchés.

La première, c'est que l'un des principes fondateurs de la théorie du portefeuille est désormais battu en brèche. Que disait-il ? Que la diversification des risques réduit le risque global. Tout le monde sait cela : ne pas mettre tous ses œufs dans le même panier est une règle de prudence élémentaire. Or les risques liés aux prêts immobiliers à haut risque dits « *subprimes** », disséminés par la technique de la titrisation* dans de multiples actifs, au lieu de se dissoudre eux-mêmes à la manière du sucre dans l'eau chaude, les a pollués au point que ces actifs sont désormais considérés, pour beaucoup d'entre eux, comme « pourris ». La dissémination du risque a fonctionné comme une pandémie au lieu d'en diminuer la dangerosité¹.

La seconde propriété révélée par la tempête boursière, et qui n'avait guère retenu l'attention de beaucoup d'économistes jusqu'à présent, est que l'existence même d'un prix de marché devient problématique lorsque les marchés sont trop peu liquides*, c'est-à-dire lorsqu'un trop petit nombre d'intervenants se rencontrent sur ces marchés pour que l'on puisse considérer qu'il est possible d'y effectuer des transactions sans risquer de ne trouver ni acheteur ni vendeur. En effet, la demande de certains actifs « pourris » est devenue inexistante, ou si faible, que leur cotation a perdu toute signification par rapport à leur valeur intrinsèque. Autrement dit : on savait que des marchés incomplets ne peuvent pas produire un « juste prix* » unique pour tous les produits qui y sont échangés : on sait maintenant que des marchés insuffisamment liquides peuvent ne produire aucun prix sensé ! Cette situation rend alors très problématique le travail des banques et des investisseurs qui, du coup, sont incapables de valoriser leurs propres portefeuilles alors

1. Certes, on se rend compte *ex post* qu'une telle contagion était inévitable tant les montants d'exposition au risque étaient devenus insoutenables pour les bilans bancaires. Cela signifie au moins que la « diversification des risques » n'a rien d'une « recette » universelle, et dépend, pour ne pas se muer en virus planétaire, de la santé comptable des institutions qui échangent ces risques.

que les règles comptables aujourd'hui en vigueur leur font obligation de constater les éventuelles pertes induites par des cotations... privées de toute pertinence. Or la situation extrême provoquée par l'assèchement des marchés jette le soupçon sur les prix qui y sont fixés même lorsque les marchés paraissent liquides. Qui décidera en effet du seuil à partir duquel on peut estimer qu'un marché est suffisamment liquide pour que ses prix aient du sens ? La leçon du maëlstrom n'est donc pas mince : *des marchés non régulés sont, au fond, incapables de jouer leur rôle* – répartir des ressources rares et transmettre des prix qui aient du sens –, *même de façon inefficace et inefficente*.

C'est dans ce contexte qu'il nous a paru nécessaire de réfléchir aux moyens de réformer le fonctionnement des marchés financiers, les outils de ceux qui y interviennent et leur articulation globale à nos économies. À travers ces réformes, le lecteur ne tardera pas à s'en rendre compte, ce n'est pas un secteur « régional » du capitalisme qui est visé – celui des marchés internationaux de dérivés de crédit par exemple – mais bien le cœur du compromis économique, comptable, social sur lequel est construit notre capitalisme.

Par ailleurs, nous sommes de plus en plus conscients des limites des modèles de société que nous construisons et de la nécessité de réinvestir nos espaces publics afin de construire des projets communs, roboratifs et porteurs de sens. Alors que le libéralisme est fondé sur la confiance, nos sociétés de consommation riches et hypertechnicisées ont tendance à vouloir se prémunir contre toute forme de risque et à se défier de toute menace... tout en faisant l'expérience d'une dépendance de plus en plus grande à l'égard des moyens techniques eux-mêmes, et d'une vulnérabilité accrue, qu'il s'agisse des domaines de l'assurance sociale, de la sécurité énergétique, de la lutte contre le terrorisme ou de l'écologie. Notre système est tel qu'il fait de nous des pompiers pyromanes, appliqués sans cesse à éteindre les incendies dont nous sommes nous-mêmes largement la cause. C'est avec cette schizophrénie systémique que veulent rompre les propositions qui suivent. Quant à l'éthique dont il sera souvent question dans les pages suivantes, il ne s'agit aucunement, à nos yeux, d'une morale de la bonne conscience individuelle qui se contenterait de respecter sagement les règles du jeu ¹. Il s'agit d'une responsabilité et d'une prise de conscience collectives de la nécessité de changer ensemble les règles du jeu elles-mêmes.

1. Ce ne serait déjà pas si mal – songeons aux affaires Enron, Parmalat, Kerviel, Madoff... ou encore aux fausses rumeurs qui ont volontairement précipité la chute de la banque Bear Stearns.

Notre ouvrage ne détaille pas les questions philosophiques et existentielles liées à l'expansion d'un capitalisme dérégulé et inégalitaire¹. Mais ces enjeux sont l'arrière-fond qui sous-tend nos propositions. Celles-ci sont destinées à engager des réformes à caractère social et politique ; elles seront d'autant plus audibles et prêteront d'autant plus à discussion qu'elles seront traversées par une exigence éthique partagée.

LE PLAN DU LIVRE

Pour cette raison, nous avons adopté la démarche suivante : partant d'une vision d'ensemble sur les problèmes économiques, écologiques et sociaux mondiaux, nous avons ensuite resserré l'analyse sur les instruments financiers situés dans l'œil du cyclone financier actuel. Ce point de vue plus local a fait néanmoins apparaître en profondeur des enjeux qui nous renvoient de nouveau à une perspective plus large – incluant la fiscalité et la politique monétaire – ainsi qu'aux moyens renouvelés d'une coopération internationale accrue.

Précisons un peu : la visée d'une économie compatible avec le développement durable de la planète oriente notre réflexion. Il en découle une définition de la fonction sociale/sociétale de l'entreprise, et une réflexion sur les conditions d'intégration de paramètres extra-financiers dans la finance d'entreprise aussi bien que sur la revalorisation du salariat (Propositions 1 à 4.). Ces considérations conduisent à préciser les enjeux en termes de rémunération et de formation des opérateurs financiers (Propositions 5 et 6), puis à décortiquer un à un les aspects concernant plus directement le krach financier de l'automne 2008 : l'analyse du fonctionnement des marchés financiers (Propositions 7 à 9 sur la titrisation, les dérivés de crédit et les marchés à terme des matières premières) invite à questionner l'usage des modèles mathématiques en finance (Proposition 10) et à proposer des moyens de réguler ces instruments *via* un contrôle interne et une transformation des réglementations bancaires et comptables (Propositions 11 à 15). Mais ces transformations exigent une coopération internationale : dans un dernier temps, nous réélargissons donc la perspective aux échanges économiques et à la question d'une coordination politique à l'échelle internationale et/ou régionale en matière fiscale (Propositions 16

1. Voir Ch. Arnsperger, *Critique de l'existence capitaliste*, Cerf, 2005. Et, ici même, la Proposition 20.

à 19). Nous explicitons enfin (Proposition 20) quelques-uns des principes d'inspiration politique et philosophique qui orientent notre démarche, laquelle cherche à concilier capitalisme et équité.

Il va de soi que la liste de nos Propositions n'est en aucune manière exhaustive. Bien d'autres sujets centraux dans le but d'une refonte de nos institutions auraient pu être traités. Le fonctionnement des institutions comme le FMI, la Banque mondiale et l'OMC est seulement évoqué ; les initiatives de finance et d'économie alternative (finance, crédit et épargne solidaires, commerce équitable et organisations coopératives) sont mentionnées sans être détaillées. Concernant les questions proprement financières, certains spécialistes regretteront peut-être que nous n'ayons pas analysé de manière plus approfondie le *private equity**, les LBO*¹, le secteur de l'assurance et les règles de Solvency II². Il aurait été également très intéressant de réfléchir aux formes spécifiques du capitalisme dans les contextes asiatique, latino-américain ou africain, par contraste avec celui qui prédomine de part et d'autre des deux rives de l'Atlantique. Pour une part, ces problèmes demandent des compétences que nous n'avons pas ; et surtout il était impossible de les traiter dans le cadre d'un seul ouvrage. Nous avons donc fait un choix, dont il nous semble qu'il permet de poser des jalons pour la réflexion et l'action en France et plus largement en Europe. Nous n'avons pas explicitement abordé non plus la délicate question du calendrier de ces réformes. Par où commencer ? Il nous semblerait illusoire de tenter de répondre à une telle question par un agenda précis : bien sûr, certaines de nos propositions nécessiteront plusieurs années de négociation avant d'espérer voir le jour – pensons aux questions de fiscalité internationale par exemple –, mais la totalité de ces réformes nous paraît urgente. Beaucoup d'entre elles dépendent aussi d'acteurs très divers – États, entreprises privées, instances de régulation et de contrôle, universités, organismes internationaux, etc. –, de sorte que rien ne les empêche, chacun pour sa part, de mener simultanément leur *aggiornamento*.

Enfin, nous ne prétendons évidemment pas non plus fournir *la* solution aux problèmes posés. Cet ouvrage est avant tout une invitation à la réflexion partagée, entre acteurs politiques et acteurs économiques, entre experts et non-spécialistes, entre militants et décideurs, bref... entre citoyens de bonne volonté !

1. Voir, e. g., le dossier « La fin du capitalisme », *Projet*, mars 2009.

2. Voir Proposition 12.