

## PRÉSENTATION

**A** la question générale, « Comment remettre la finance au service de l'homme et de la société ? », cette première partie tente de répondre sous quatre angles différents : elle revient sur les prélèvements excessifs opérés sur l'économie réelle ; puis elle s'interroge sur les dysfonctionnements des principaux marchés d'actifs financiers qui contribuent à cette situation et sur les réformes en cours pour y remédier ; ensuite, elle évoque la question des hautes rémunérations dans le secteur financier ; enfin, dans le cadre plus large posé par la double crise de l'endettement public excessif et de l'écologie, elle revient sur la nécessaire évolution de notre modèle de croissance.

### LA CRÉATION DE VALEUR ET LES PRÉLÈVEMENTS OPÉRÉS PAR LA FINANCE

*Christian de Boisieu* passe en revue les indicateurs possibles du découplage

de la finance de l'économie réelle, souvent difficiles à interpréter. L'innovation financière est par exemple à double face, améliorant l'efficacité des systèmes financiers, mais, difficile à contrôler, contribuant largement à la déconnexion entre le réel et la finance. Les réformes engagées devraient viser à contenir ses débordements, en veillant à éviter la surrégulation. Elles concerneront en particulier les marchés de gré à gré de produits dérivés, dont l'explosion de l'activité est emblématique de cette déconnexion. Un enjeu important concernera la régulation des CDS (*credit default swaps*). Les nouvelles règles prudentielles de Bâle III et de Solvabilité II auront aussi de fortes incidences potentielles sur l'économie réelle. La finance devra par ailleurs être sollicitée pour orienter l'épargne vers les investissements à long terme. Enfin, tout ne doit pas être demandé à la régulation ; le chantier de la rénovation de la gouvernance des entreprises est à peine ouvert, alors que, dans la crise, la responsabilité juridique et éthique

des individus et des entreprises est aussi en cause.

*Jean Peyrelevade* présente une « théorie de la prédation », illustrée notamment, dans certains secteurs, par une surrémunération du capital par rapport à la moyenne observée dans l'ensemble de l'économie. En cause notamment la concurrence imparfaite, la sous-rémunération du travail, le recours excessif à l'effet de levier, à travers l'augmentation du risque et son transfert mal rémunéré sur autrui. Certaines activités de pari pour compte propre, sans utilité sociale, sont prédatrices par destination. Les activités financières, qui représentaient en 2007 aux États-Unis moins de 10 % de la valeur ajoutée, mais 35 % des profits, seraient ainsi clairement prédatrices. Elles continuent à se déplacer vers des activités plus risquées, plus rémunératrices et d'utilité sociale plus limitée. Parmi ses propositions : l'augmentation des normes de fonds propres et de crédit, la pénalisation ou l'interdiction des activités de pur pari pour compte propre par les banques, comme le prévoit la récente réforme américaine, qui remet en vigueur, sous une forme renouvelée, la séparation du Glass-Steagall Act.

*Charles-Henri Filippi* souligne l'erreur fondamentale de ce qu'il appelle « l'idéologie de marché financier », qui, oubliant les liens directs entre marché des capitaux et création monétaire, a désarmé le régulateur et précipité la crise. L'aveuglement collectif a été facilité par un contexte inédit de facteurs de production peu chers et les gains de productivité des technologies de l'information, qui ont permis un quart de siècle de prospérité

et masqué les déséquilibres. Les inégalités croissantes entre les plus favorisés et les classes moyennes, exposées à la déflation des coûts de main-d'œuvre en économie mondialisée, n'ont été compensées qu'un temps par la facilité financière. La perspective de rareté des ressources naturelles a été ignorée. Pour l'auteur, le défi est aujourd'hui de sortir d'un carré vicieux : comment, dans un monde non gouverné, où les ressources sont rares, réduire les déséquilibres et les inégalités ? Ce défi va bien au-delà de la sphère financière, mais celle-ci doit contribuer à le relever : en privilégiant la fixation des objectifs plutôt que les règles, en favorisant l'avènement de véritables marchés liquides, profonds et transparents, en mettant la finance au service des besoins d'investissement à long terme, impliquant de nouvelles coopérations entre le public et le privé.

La crise ayant remis en cause la croyance largement répandue dans les vertus du financement quasi exclusif de l'économie par le marché, *Michel Castel* s'interroge sur le bon équilibre à retrouver entre intermédiation bancaire et marché, question importante sous-jacente aux débats actuels sur la réforme du contrôle prudentiel et les nouvelles exigences de fonds propres. Il n'y a pas de taux d'intermédiation idéal. Celui-ci peut varier selon les pays, les institutions, les comportements d'épargne, mais la marchandisation des financements au cours des dernières années dans les différents pays a été clairement facteur d'instabilité. Si l'intermédiation bancaire ne présente pas que des vertus, elle paraît plus robuste à moyen terme, disposant de forces de rappel, la

conservation des crédits aux bilans obligeant les banques à plus de prudence. L'auteur énonce ainsi les grands principes dont devrait s'inspirer la nouvelle régulation pour assurer ce rééquilibrage, en doutant fortement qu'ils soient mis en œuvre : le champ d'application des règles prudentielles est très différent entre l'Europe et les États-Unis et l'influence de la finance anglo-saxonne reste très forte...

## LE FONCTIONNEMENT DES MARCHÉS EN QUESTION

Le *Service économique de New York* présente en premier lieu les grands traits de la réforme récemment adoptée par le Congrès américain dans le Dodd-Frank Act. Les grandes priorités sont maintenues : traitement du risque systémique notamment par renforcement des pouvoirs de la Federal Reserve, régimes de liquidation des institutions systémiques et restriction de certaines activités (Volker Rule), suppression des angles morts de la régulation, tant sur les produits que sur les acteurs, renforcement de la protection des consommateurs et des investisseurs. La portée réelle de la réforme reste cependant à mesurer : l'absence de simplification institutionnelle et le maintien d'un système de régulation très fragmenté constituent un important facteur de risque.

*Marc-Antoine Lacroix et Emmanuelle Mayet-Delord* reviennent sur le récent *flash crash* boursier du 6 mai 2010 sur le marché américain des actions, qui a vu le Dow Jones chuter de près

de 10 % en quelques minutes, avant de remonter tout aussi brutalement. Alors que concurrence et innovation ont profondément modifié les marchés financiers américains depuis trente ans, la difficulté à expliquer cet épisode renforce la crise de confiance des investisseurs américains vis-à-vis du National Market System (NMS). Des faiblesses sont apparues, telles l'absence d'harmonisation des mécanismes de gestion du stress, l'asymétrie des droits et des devoirs des nouveaux fournisseurs de liquidité, et une réflexion plus générale est à mener sur l'efficacité et l'intégrité des nouveaux marchés, qui devrait concerner notamment les coûts de transaction et l'apport réel de liquidité (rôle des investisseurs à haute fréquence), la formation des prix (rôle des *dark pools*), l'accès aux données de marché et la sécurité.

*Jean-Jacques Perquel* s'interroge sur l'évolution des marchés d'actions qui, s'ils ont mieux résisté que d'autres à la crise, connaissent une déstructuration de leurs principales fonctions. En premier lieu, les Bourses ne jouent plus leur rôle traditionnel de collecteur d'épargne : la gestion est désormais collective et l'on est passé à un marché où l'on échange plus facilement des entreprises que des actions fongibles, à travers notamment les opérations de *private equity*. En second lieu, la préoccupation de protection des épargnants a été remplacée par celle de liquidité des marchés que la spéculation sans contrôle et les produits hypercomplexes sans utilité sociale ne garantissent nullement. Enfin, la fixation des cours, fonction importante des Bourses, est rendue plus difficile par l'émiettement

des lieux de transactions. Après avoir ouvert toutes les portes à la spéculation, les régulateurs doivent reconnaître que les marchés sont devenus de véritables casinos dominés par quelques acteurs et qu'il est temps de prendre des mesures correctrices au sein du G20 si l'on souhaite rétablir la confiance du public.

*Jean-Pierre Jouyet* présente la problématique de la régulation des marchés dérivés de gré à gré dont les encours notionnels représentent 600 000 Md\$, soit dix fois le PIB mondial, justement pointés du doigt pour leur rôle dans la crise financière. S'ils rendent d'importants services, notamment aux institutions financières, pour la gestion et le transfert de risques quel qu'il soit (taux de change, crédit...), pour prendre une assurance, ou pour la liquidité de certains marchés, ils sont source de risques, d'arbitrage réglementaire, de complexité, voire d'instabilité du système financier. Leur régulation ne peut être envisagée sous le seul angle prudentiel et le régulateur de marché, traditionnellement tourné vers les marchés actions, doit prendre sa part dans la rénovation de leur cadre réglementaire. L'article développe la feuille de route que le Comité des régulateurs européens propose. Une refonte plus ambitieuse devrait aussi intégrer la lutte contre les abus de marché, l'intégration de marchés dérivés sur produits de base et une définition plus restrictive du champ des opérations de gré à gré.

*Thierry Dissaux* revient sur la problématique de la titrisation et de son rôle dans la crise financière. Il rappelle les responsabilités, dans la crise, des déséquilibres macroéconomiques

préexistants, dont la crise des *subprimes* a été le révélateur. Les excès liés à la titrisation - perte de la culture de crédit, possibilité de fraude alimentée par la complexité et l'opacité des produits (comme l'a montré la transaction Abacus), défaut de modélisation - ne peuvent cependant pas être ignorés. Toutes les formes de titrisation n'ont cependant pas entraîné les mêmes dérives, notamment en Europe, et elles restent nécessaires dans un contexte ou d'autres acteurs, compagnies d'assurances, fonds de pension, gestionnaires d'actifs, captent une part de plus en plus importante de l'épargne au détriment des banques. S'il faut plus de régulation, une relance du marché est aussi indispensable pour permettre aux banques de se passer des interventions massives des banques centrales.

*Alain Bienaymé* montre que la durée de détention des actions est un élément déterminant de l'harmonie des rapports entre l'industrie et la finance. L'augmentation très rapide observée depuis vingt ans dans la vitesse de circulation des actions dans les principales Bourses traduit la domination de plus en plus forte de l'approche court-termiste, sous l'influence notamment des fonds spéculatifs, faux actionnaires intervenant souvent à partir de titres empruntés, et de l'intervention des nouveaux logiciels de *trading*. Une poignée de grands intermédiaires en position dominante, dont les commissions croissent avec la vitesse de rotation des titres, peuvent ainsi tirer des profits considérables de l'accroissement de la volatilité et de leur connaissance anticipée des mouvements du marché. Pour remédier à ce déficit d'investisseurs

à long terme, aggravé par les menaces qui pèsent sur les placements des assureurs au titre de la directive Solvabilité II, le texte préconise un certain nombre de mesures, notamment l'amélioration de la fiscalité des placements en actions, des mesures récompensant la fidélité des actionnaires et le développement d'institutions finançant les compléments de retraite.

## CONDITIONS DE RÉMUNÉRATION DANS LA FINANCE

*François Meunier* analyse trois facteurs qui se conjuguent selon lui pour expliquer les très hauts salaires observés dans la finance. L'existence de talents rares, ayant une productivité individuelle élevée démultipliée par les effets d'échelle propres à cette industrie : c'est l'effet Pavarotti où le meilleur, le *rain maker*, rafle la mise, mais l'explication ne peut concerner que quelques stars. Le contrôle que certains salariés exerceraient sur les actifs de l'entreprise les mettrait en second lieu en situation très favorable pour capter la valeur au détriment des actionnaires dans les négociations salariales, en exerçant un chantage au départ à la concurrence. Enfin, les hautes rémunérations s'expliqueraient par la situation de rente abusive des banques vis-à-vis de leurs clients, dont profiteraient cette fois-ci conjointement actionnaires et salariés. Pour réduire ces excès, les régulateurs rencontrent de nombreux obstacles et devront s'appuyer sur la pression montante de la société.

La contribution de *Michel Camdessus* et *Arnaud Manas* rappelle brièvement la genèse et les caractéristiques des nouvelles normes arrêtées par le G20 pour encadrer les rémunérations des professionnels de marché. Elle reproduit ensuite les recommandations d'ores et déjà présentées par Michel Camdessus au ministre chargé de l'économie, dans le cadre de sa mission de contrôle de ces rémunérations, avant même la remise du rapport définitif. Ces recommandations portent sur trois thèmes : la consolidation du dispositif existant, des suggestions d'évolution du dispositif, l'organisation de la suite du contrôle des rémunérations.

*Pierre-Henri Leroy*, tout en relevant une timide modération des excès des rémunérations des dirigeants au cours des deux dernières années, souligne deux retards français : la rémunération des présidents non exécutifs échappe au contrôle et les retraites chapeau restent peu transparentes. Dans le secteur financier, les excès de rémunération des dirigeants et des *traders* sont le fruit du monopole bancaire et d'un modèle de banque universelle qui multiplie les conflits d'intérêts, non résolus par les « murailles de Chine ». Faute de remise en cause de ce modèle, les réformes proposées ne fonctionneront pas. Face à la carence des administrateurs des banques, la tendance est de s'en remettre de plus en plus aux actionnaires pour se prononcer sur les rémunérations, bien que leur vote soit souvent plus ou moins contrôlé par les sociétés de gestion des établissements bancaires.

*Philippe Portier* présente les termes du débat, qui reste vif, sur la question

du mode de rémunération des dirigeants d'entreprises, qui a donné lieu à de nombreux rapports et des avancées significatives en France en 2009, l'autorégulation l'emportant, au moins provisoirement, avec le code Afep-Medef, sur la tentation de légiférer. Il dresse en premier lieu un bilan décevant des pratiques de gouvernance passées et montre notamment les limites de la théorie de l'agence qui les justifiait. Il présente ensuite les principales propositions actuellement en discussion pour une réforme utile, qui devraient limiter l'incursion du législatif et avoir pour objectif principal la protection de l'intérêt de l'entreprise : la revalorisation des comités des rémunérations et le vote consultatif des actionnaires, la création d'un véritable statut des dirigeants et, s'agissant des niveaux de rémunération, les possibilités d'un plafonnement global, direct ou indirect (*via* la politique fiscale) et les modes possibles de réorientation des incitations variables.

Après avoir rappelé les raisons du développement des stock-options au cours des vingt dernières années, *Bruno Fourage* se demande quel est l'avenir de cet instrument. La perte de faveur que les stock-options ont enregistrée récemment a quatre raisons principales : le lien insatisfaisant entre gain et performance, la possibilité de distribuer des actions gratuites, l'augmentation progressive du niveau de prélèvements des bénéficiaires et celle des charges supportées par les entreprises. L'avenir de l'instrument dépendra du comportement de trois acteurs : les actionnaires, qui doivent mieux utiliser les informations dont

ils disposent et leur pouvoir de sanction ; les membres des conseils et des comités des rémunérations, qui doivent développer une démarche plus indépendante et plus proactive ; et l'État, qui doit inciter les entreprises à communiquer sur la rationalité de leur politique et veiller à la compétitivité internationale du traitement fiscal de cet instrument.

## DETTE ET CROISSANCE

Revenant sur la longue crise européenne, séquelle de la crise globale, *Michel Aglietta* en souligne deux aspects fondamentaux : en premier lieu, la prise en compte insuffisante, dans la définition des politiques de sortie de crise, de l'endettement global des pays (additionnant l'endettement privé et l'endettement public). La sous-estimation de l'influence du niveau de l'endettement privé, particulièrement lourd dans certains États, rend illusoire toute reprise significative de la demande privée. En second lieu, les graves dysfonctionnements de la zone euro, qui n'est pas un espace économique intégré, mais un régime monétaire international soumis à des tensions très fortes, en l'absence d'une véritable coopération de ses membres. S'élevant contre la séparation actuelle de la politique macroéconomique et des politiques structurelles, il préconise une plus grande coopération en matière d'innovation et de recherche, une refonte fiscale orientée notamment vers la fiscalité carbone et un budget européen accru alimentant un

fonds européen mobilisant l'épargne à long terme vers le financement de la nouvelle vague technologique.

*Michel Camdessus* et *Renaud Guidée* rendent compte des conclusions du groupe de travail de haut niveau réuni au début de l'année 2010 pour donner un contenu concret à l'objectif d'équilibre des comptes des administrations publiques inscrit dans la constitution depuis 2008. Parmi les principales recommandations : l'inscription des lois de finances dans des lois-cadre pluriannuelles, qui fixeraient des plafonds de dépenses et de recettes à respecter, en phase avec nos engagements européens de retour à l'équilibre. Les décisions relatives aux prélèvements obligatoires devraient être réservées aux seules lois de finances et de financement de la Sécurité sociale, les modalités d'association des collectivités locales à l'effort de maîtrise des comptes devraient être définies. Le champ d'application des règles devrait être mieux défini pour éviter les contournements et les conséquences des choix budgétaires devraient être mieux évaluées. Ce sacrifice temporaire de flexibilité est le prix de la garantie durable de notre indépendance.

*Gérard Thoris* s'interroge sur le meilleur moyen de traiter le problème de l'explosion de la dette publique. Même si la croissance était au rendez-vous, le poids de la dette accumulée, alourdie d'une éventuelle hausse des taux d'intérêt, pourrait absorber pendant longtemps l'essentiel des gains de productivité. Il rappelle que les différentes manières d'effacer les dettes léguées par l'histoire ne fournissent aucune recette fiable pour traiter le

problème aujourd'hui, et notamment que le scénario d'inflation est très destructeur pour la société. Il explore une solution iconoclaste, mais qui contribuerait à éclaircir l'avenir des agents économiques : la remise des dettes publiques par effacement, par les banques centrales, d'une partie des titres d'État qu'elles portent à leur bilan. Inspirée des pratiques anciennes de l'année sabbatique, cette forme de moratoire pourrait se glisser dans le prolongement des politiques monétaires non conventionnelles actuelles et aider à leur consolidation.

*Augustin de Romanet* insiste sur la nécessité, face à la crise, de repenser de fond en comble notre modèle de développement. La Caisse des Dépôts, investisseur de long terme au service de l'intérêt général, qui a placé le développement durable comme l'une de ses quatre priorités stratégiques, est au cœur de cette problématique et joue un rôle moteur pour la promotion de la croissance verte. Elle participe ainsi activement au financement des éco-entreprises, est un acteur majeur de la construction et de la rénovation thermique des logements sociaux, contribue à définir les cadres et les dispositifs clés de la croissance verte, en particulier la finance carbone. En tant qu'investisseur, elle milite pour la prise en compte de la dimension verte dans tous les secteurs de l'économie par des indicateurs appropriés. Elle souhaite que de plus en plus, les enjeux environnementaux soient pensés au niveau du territoire, la valorisation de celui-ci et le développement des filières vertes étant deux dimensions qui apparaîtront de plus en plus complémentaires.

*Patrick Viveret*, après avoir rappelé les principaux apports du récent rapport Stiglitz, propose une analyse plus critique de ce qu'il appelle le capitalisme informationnel et financier, dérégulé et global, et de ses enjeux de soutenabilité écologique et sociale. Il met en évidence le rôle central que devrait jouer la monnaie, aujourd'hui presque entièrement dématérialisée, dans un développement humain soutenable. Ce bien public si particulier, qui a une double face, celle positive de faciliter l'échange, mais qui est aussi vecteur de domination, est instrumentalisé et capté par une petite minorité, comme l'a une fois de plus montré la crise financière, et doit faire l'objet d'une « réappropriation démocratique ». Dans l'attente d'une réforme radicale de l'organisation des grandes monnaies internationales et leur régulation, l'auteur préconise que soient promues de nouvelles formes d'échanges monétaires et non monétaires fondées sur la confiance et favorisant l'échange de proximité dans l'espace et dans le temps, tels les SEL (systèmes d'échanges locaux) et les SOL. Dans le même esprit, une monnaie mondiale complémentaire,

appuyée sur un panier de ressources en matières premières, pourrait être expérimentée.

En conclusion de cette première partie, *Ramon Fernandez*, après un rapide bilan positif de l'action du G20 pour limiter l'ampleur de la crise, présente les principaux enjeux de la présidence française de cette enceinte internationale en 2011. Il s'agit de passer d'un G20 de temps de crise, qui a bénéficié d'une impulsion politique sans précédent, à un G20 de coordination durable des politiques économiques, capable de refonder la croissance mondiale sur des bases plus saines. Tout en s'efforçant de mener à bien les travaux déjà lancés sous présidence coréenne, s'agissant notamment du cadre pour une croissance forte, équilibrée et durable, de l'agenda de régulation financière et des projets de développement, la France souhaite notamment aborder trois nouveaux thèmes : le fonctionnement du système monétaire international, la volatilité excessive du prix des matières premières et la gouvernance mondiale.