

La crise financière

LES ESSAIS

Jean Jaurès Fondation

# La crise financière

*Quelle analyse, quelles propositions ?*

Didier Migaud



# La crise financière

*Quelle analyse, quelles propositions ?*

Didier Migaud

## SOMMAIRE

<b>La crise d'un capitalisme sans borne et de la confiance démesurée dans l'autorégulation</b> .....	7
Les origines et le déroulement de la crise financière illustrent les dérives du capitalisme financier .....	7
Ces dérives n'ont pu être contenues, car l'idéologie dominante était celle du « tout marché » et de l'autorégulation .....	21
<b>Une réponse structurelle à la crise financière est nécessaire, mais il faut surtout prendre la mesure de la crise économique et sociale à laquelle nous sommes aujourd'hui confrontés</b> .....	30
A très court terme, il faut mettre fin à la dérive et à la panique des marchés et éviter l'assèchement du crédit ...	30
Une fois passé le stade aigu de la crise, il faudra mettre en œuvre des réformes profondes .....	36
La question la plus cruciale aujourd'hui est celle des moyens de faire face à la crise sociale et économique .....	58
<b>Et le Parti socialiste dans tout ça ?</b> .....	64

**Didier Migaud** est député socialiste de l'Isère. Spécialiste reconnu des questions financières et budgétaires, il a été rapporteur général du Budget de 1997 à 2002, puis questeur de l'Assemblée nationale entre 2002 et 2007. En 2007, il est devenu le premier membre de l'opposition à présider une commission parlementaire, en l'occurrence la Commission des finances de l'Assemblée nationale. Il est l'auteur, en 2001 avec Alain Lambert, de la Loi organique relative aux lois de finances (LOLF), la « constitution budgétaire » de la France.

## INTRODUCTION

La crise financière qui a débuté à l'été 2007 et qui est devenue une crise économique majeure est celle d'un capitalisme sans borne, d'un libéralisme qui aggrave les inégalités et voue une confiance aveugle à la capacité d'auto-régulation des marchés.

Elle n'est pas une dérive conjoncturelle, alimentée par le comportement de quelques « banquiers voyous », mais bien une crise de système, que les socialistes avaient largement anticipée, et à laquelle nous pouvons proposer des solutions.

A très court terme, il fallait enrayer la spirale de la crise financière. Ceci suppose de rétablir la confiance notamment entre les banques, tout en entourant ce sauvetage public de

garanties très fortes, notamment pour les finances publiques et pour les contribuables. Après des hésitations regrettables, cette action a pu être initiée de manière conjointe, sinon coordonnée, dans l'ensemble des pays européens.

Dès que la phase aiguë de la crise sera jugulée, il sera nécessaire de présenter un ambitieux projet de loi de régulation financière. Il devra s'inspirer des propositions faites de longue date par les socialistes et de l'analyse des événements récents. Cette action au niveau national doit accompagner les efforts menés au niveau européen et mondial pour assurer une régulation plus efficace du secteur financier et une meilleure appréhension des déséquilibres financiers à l'échelle internationale.

En parallèle, il nous faut prendre la mesure de la crise sociale et économique dans laquelle s'enfonce notre pays et y répondre, pour contrer ses effets négatifs sur l'emploi et le pouvoir d'achat des Français. Cette réponse doit s'appuyer sur l'analyse des causes profondes d'une crise qui ne peut être réduite à sa dimension financière. Son origine

est également sociale et doit être recherchée dans un changement profond de nature du capitalisme et des rapports entre les économies à l'échelle mondiale. Le creusement des inégalités sociales, la stagnation relative de la rémunération de la très grande majorité des salariés et le développement d'un modèle reposant sur l'endettement ont largement contribué au développement d'un système instable qui entre aujourd'hui en crise.

### **LA CRISE D'UN CAPITALISME SANS BORNE ET DE LA CONFIANCE DÉMESURÉE DANS L'AUTORÉGULATION**

*Les origines et le déroulement de la crise financière illustrent les dérives du capitalisme financier*

*Les subprimes, symbole d'un capitalisme irresponsable et court-termiste*

Eléments déclencheurs de la crise, les crédits immobiliers « subprimes » ont été distribués dans un cadre très

dérégulé aux Etats-Unis. Ces crédits avaient, par construction, de fortes probabilités de défaut (incapacité à rembourser des emprunteurs de la part des ménages souvent à faibles revenus d'autant plus que les crédits étaient généralement à taux variable).

Dès le début de l'année 2007, des alertes avaient été données par la Banque centrale des Etats-Unis (*Federal Reserve* ou « Fed ») sur le développement de ces crédits, dans des conditions parfois frauduleuses.

*Les subprimes sont l'une des conséquences et des illustrations d'un modèle qui repose sur le développement de l'endettement, au détriment de la progression du pouvoir d'achat des ménages*

Cette dérive repose en effet sur un problème structurel : l'appauvrissement relatif d'une part croissante des citoyens américains. L'économiste Michel Aglietta<sup>1</sup> fait ainsi juste-

1. Audition de la Commission des finances, de l'économie générale et du Plan du jeudi 9 octobre 2008 : [http://www.assemblee-nationale.fr/13/cr-cfiab/08-09/co809012.asp#P6\\_376](http://www.assemblee-nationale.fr/13/cr-cfiab/08-09/co809012.asp#P6_376)

ment observer que le salaire médian a stagné en termes réels aux Etats-Unis depuis plusieurs décennies alors que les plus hauts salaires s'envolaient. Cette réalité n'apparaît pas si l'on se contente d'une lecture superficielle de la répartition de la valeur ajoutée entre capital et travail, car l'explosion des plus hauts salaires et des inégalités salariales qui en découle masque la stagnation du salaire de « Monsieur tout le monde ». Dans ce contexte, pour stimuler la consommation et l'activité, le modèle américain reposait sur l'endettement : de plus en plus d'endettement pour des gens de moins en moins payés et de moins en moins solvables.

La mondialisation a conduit à une nouvelle forme d'équilibre économique : les ménages sont soumis à une pression croissante sur leurs emplois et leurs salaires, à une échelle mondiale. Les entreprises mettent en concurrence les territoires de production. Les salariés font les frais de cette concurrence et voient leurs salaires stagner, quand ils ne perdent pas leurs emplois. Le pouvoir d'achat des salariés en souffre. Mais les entreprises doivent pouvoir écouler leur production, ce qui, compte tenu de la stagnation des salaires,

ne s'avère possible que si les capacités d'endettement des ménages sont développées. La croissance de ces capacités d'endettement repose à son tour non pas sur la progression des salaires, mais sur la progression des actifs détenus par les ménages, qui servent de « gage » à ces emprunts : l'inflation des prix des actifs, notamment immobiliers, entretient ainsi la hausse de l'endettement, qui permet à son tour l'achat d'actifs et soutient leurs prix... Tous les éléments d'une bulle spéculative sont réunis.

Cela a été le cas pour l'immobilier américain.

Les ménages américains les plus pauvres étaient poussés à s'endetter toujours plus pour acquérir leur logement, les emprunts étant garantis sur la valeur supposée toujours plus élevée du marché immobilier. Le retournement du marché a provoqué des défaillances de ménages qui n'étaient plus capables de supporter les remboursements croissants liés à leurs prêts. Les prêteurs ont vu de leur côté la valeur des logements qui servait de garanties de ces prêts diminuer encore, du fait de la multiplication des saisies et ventes forcées.

Ce qui est vrai au niveau des ménages est également à prendre en compte au niveau de l'économie américaine dans son ensemble. Depuis plus de dix ans, le déficit commercial des Etats-Unis se creuse sans que le dollar ne s'ajuste à la baisse, notamment au regard des monnaies émergentes asiatiques, pour assurer un rééquilibrage des flux dans l'économie mondiale. Les capitaux des pays émergents continuent à affluer aux Etats-Unis pour s'y investir.

La situation est paradoxale : les réserves de change accumulées dans des pays à forte croissance sont investies dans une économie très développée, dans laquelle elles reçoivent des rendements qui ne peuvent pas *a priori* être aussi importants que ceux enregistrés dans ces pays en rattrapage.

S'ajoute l'épargne abondante dégagée par les pays émergents, dont la population n'a pas accès à des systèmes sociaux garantissant les retraites. L'épargne individuelle est donc importante pour tenter de garantir le niveau de vie dans l'avenir.

Les Etats-Unis peuvent ainsi financer à crédit leur économie, sans ressentir de pression sur leur monnaie. La politique monétaire de ce pays peut donc demeurer très accommodante, avec des taux beaucoup plus bas que ne le permettrait leur situation d'endettement par rapport au reste du monde.

C'est l'une des causes de l'abondance de liquidités monétaires constatée au niveau mondial, qui a conduit à des taux d'intérêt historiquement bas et à une diminution excessive des primes de risques demandées sur les prêts.

Si traditionnellement, cette liquidité abondante conduit à une progression de l'inflation, cela n'a pas été le cas pendant longtemps du fait, comme on l'a rappelé précédemment, de l'effet désinflationniste de la mondialisation et de l'entrée de l'abondante main-d'œuvre chinoise dans le champ du commerce international.

Ainsi, le déséquilibre n'a pas alimenté la hausse des prix des produits, mais celle de certains actifs, notamment

financiers et immobiliers, entretenant des phénomènes de bulles spéculatives.

Parallèlement, les capitaux qui viennent s'investir notamment aux Etats-Unis sont à la recherche de rendements plus importants. Pour assurer ces rendements, il faut avoir recours, de plus en plus, à des montages assurant des retours sur fonds propres artificiellement augmentés : sans surprise, ces rendements améliorés se payent en réalité d'une hausse du risque.

Parfois, le rendement est illusoire : les cas de manipulation comptable ou de « gonflage artificiel » des performances boursières à court terme sont bien connus, avec le cas emblématique qu'ont représenté l'entreprise Enron et les affaires mises à jour dans le sillage de l'éclatement de la précédente bulle spéculative autour des valeurs technologiques.

Mais l'un des moyens à la disposition des entreprises pour augmenter le rendement des fonds propres a également été

la prise de risque plus importante sur leur structure financière, par la majoration très forte de l'endettement et l'usage de plus en plus intensif de l'effet de levier. Le développement des *Leveraged Buy Out* (acquisitions à effet de levier ou LBO) est une illustration typique de ce phénomène.

*La titrisation à outrance, ou la victoire d'un modèle de marché déresponsabilisant sur le modèle bancaire traditionnel*

Deuxième facteur d'explication de la crise, le développement du marché des produits dérivés. Les crédits immobiliers subprimes, accordés par des distributeurs souvent peu scrupuleux, ont été revendus à des banques qui les ont, à leur tour, disséminés dans l'ensemble des marchés financiers à travers des mécanismes de titrisation. Au lieu de conserver les prêts accordés dans leurs comptes, les banques ont en effet souhaité les vendre sur les marchés.

Pour dire les choses simplement, la titrisation d'un crédit permet de vendre sur le marché le flux des remboursements

futurs des emprunteurs. Cette pratique n'est pas en soi condamnable et permet en théorie à chaque intervenant d'être rémunéré pour un risque qu'il consent à assumer. Mais ceci suppose bien sûr que le risque réel auquel il est effectivement confronté soit connu.

Les banques trouvaient dans ce mécanisme le moyen de développer leur activité : elles doivent en effet, pour des raisons réglementaires visant à assurer leur solidité financière, maintenir une proportion minimale de fonds propres (leurs capitaux) par rapport au total des prêts qu'elles accordent. Mais la titrisation leur permet de ne plus être considérées comme les « prêteuses », puisque le prêt est revendu sur le marché. Par ailleurs, elles étaient intéressées financièrement à la construction et à la vente des produits titrisés sur lesquelles elles perçoivent des commissions.

A un modèle dans lequel la banque attribue un prêt à des conditions qui sont fonction du risque attaché à un emprunteur qu'elle connaît, s'est substitué un modèle dans

lequel la banque se contente d'attribuer un prêt, puis le revend sur le marché (*originate and distribute*).

Ce procédé a été rendu très complexe par la possibilité de mélanger dans des produits dits « synthétiques » différents types de crédits et surtout des crédits de nature et de risque différents. On mélange dans un seul produit des titres d'emprunteurs très « sûrs » à des crédits plus risqués tels que les subprimes. Ce produit synthétique est ensuite noté par une agence de notation, ce qui permet d'en déterminer le risque global et donc le prix sur les marchés.

La multiplication des défauts sur les crédits subprimes a remis en cause la qualité des notations attribuées à ces produits complexes.

En effet, des produits notés de façon très positive, c'est-à-dire que l'on considérait peu risqués, se sont avérés beaucoup plus risqués que ne le pensaient les investisseurs. Ils ont fait défaut de façon beaucoup plus fréquente que ne le laissaient penser les modèles mathématiques.

Surtout, les défauts se sont multipliés dans différents secteurs des marchés financiers. Au lieu de disséminer le risque en dehors des bilans des banques, la titrisation a conduit à une situation dans laquelle personne ne sait plus très bien où est le risque et dans laquelle des produits qui étaient considérés comme n'ayant *a priori* aucun lien entre eux peuvent enregistrer des défauts simultanés (corrélation).

Ces phénomènes ont remis en cause l'idée selon laquelle il était possible pour les banques, à travers des produits de marchés, de se protéger contre les défauts prévisibles de certains produits en échangeant un titre représentatif de ce risque donné contre un autre titre représentant le défaut prévisible d'autres produits ; un mécanisme qu'on pourrait illustrer par l'échange d'un crédit immobilier contre un crédit à la consommation via le marché des CDS (*Credit Default Swap*). Alors que la titrisation et les produits dérivés étaient censés permettre une meilleure diversification des risques, gage théorique pour l'emprunteur d'une meilleure gestion du risque, les défauts ont été simultanés et se sont entraînés les uns les autres.

Les modèles de prise en compte des risques des banques, sur lesquels reposent les règles prudentielles, ont été pris en défaut. Les banques qui avaient des niveaux de capitaux propres leur permettant théoriquement de résister à certains niveaux de défaut se sont trouvées incapables de faire face à cette dégradation.

La situation a conduit à une perte de confiance des différents acteurs. Ne sachant plus où est le risque, et si les autres banques n'étaient pas dans une situation très difficile, les banques ont de plus en plus refusé de se prêter entre elles. C'est ce qui explique à la fois la hausse des taux d'intérêt de marché (qui incorporent une prime de risque), et la disparition de la liquidité interbancaire à certains moments de crise aiguë.

Une banque qui n'obtient pas en permanence de nouveaux financements peut se retrouver assez rapidement en situation de cessation de paiement, voire de faillite comme cela est arrivé à la banque américaine Lehman Brothers. Or cette situation peut survenir si les prêteurs

commencent à penser qu'elle n'est pas sûre en raison d'une exposition trop forte aux subprimes...

### *Une crise alimentée par les incitations perverses des agents acteurs financiers*

Pour éviter une vision partielle de la crise guidée uniquement par le souci de pointer du doigt des « coupables », il faut comprendre que des facteurs objectifs poussaient les différents acteurs à développer des comportements dangereux pour la stabilité du système.

En particulier, les opérateurs de marché (les « traders ») n'ont aucun intérêt, du fait de leur mode de rémunération, à limiter les prises de risques des établissements financiers pour lesquels ils travaillent. Leur rémunération est constituée d'un salaire fixe, mais surtout, dans des proportions souvent beaucoup plus importantes, de « boni », fonction des performances enregistrées à court terme, souvent sur l'année.

Ce mode de rémunération est asymétrique : en cas de gain de court terme, les « boni » seront importants. En cas de perte, ils ne peuvent conduire à une diminution de la rémunération fixe des traders : tout au plus le bonus sera nul. Le couple « risque-rendement » ne joue donc que dans le sens d'une prise de risque toujours plus forte.

Le développement des stock-options, et plus généralement de mécanismes associant les dirigeants d'entreprises aux performances boursières ou de marché de leurs entreprises, ont également encouragé la focalisation sur des performances de court terme au bénéfice des seuls actionnaires. Le traitement fiscal de ces instruments, conçus à l'origine pour encourager le développement de sociétés de croissance qui ne parviennent pas à rémunérer durant les premières années de leur existence les professionnels qu'elles emploient et les associent donc à de futures plus-values, incitait également à leur développement : il est en effet plus avantageux, au regard de l'imposition des revenus et des cotisations sociales, d'être imposé sur des gains en capital que sur des revenus salariaux.

***Ces dérives n'ont pu être contenues,  
car l'idéologie dominante était celle du  
« tout marché » et de l'autorégulation***

Comment expliquer que les dérives n'aient pas été plus rapidement enrayerées aux Etats-Unis ? La thèse qui s'appuie uniquement sur la recherche de coupables est insuffisante. C'est tout un système qui s'effondre aujourd'hui, qui était fondé sur la limitation de la régulation, voire son refus. Les quelques sauvegardes qui étaient censées le prémunir des dérives n'ont pas fonctionné, quand elles n'ont pas conduit à aggraver les problèmes.

*L'exemple de la régulation bancaire est révélateur : ce modèle repose de plus en plus sur l'auto-régulation, l'auto-contrôle, les superviseurs bancaires déléguant largement leur pouvoir d'encadrement*

Pour calculer les ratios déterminant leur capacité à distribuer des emprunts, les banques peuvent, dans le cadre des règles dites de Bâle II, faire référence à la notation des

produits qu'elles possèdent. Ainsi, des prêts disposant de très bonnes notes « consommeront » moins de fonds propres que des prêts moins bien notés. Les agences de notation sont ainsi de fait les « auxiliaires » des règles posées par les autorités de régulation bancaires, lesquelles se reposent sur leur appréciation des risques.

Les banques peuvent de plus faire valider par les autorités bancaires leurs propres modèles d'évaluation interne des risques, notamment les risques de pertes liés à l'évolution des marchés (modèles de « *Value at Risk* »).

Ce sont ces modèles qui ont été pris en défaut, notamment car ils reposent sur des séries statistiques historiques, permettant de déterminer des probabilités maximales de pertes dans, par exemple, 95 ou 99 % des cas. La banque se prétend donc protégée contre la très grande majorité des variations qui ont pu être constatées par le passé. La difficulté est que ces statistiques peuvent être biaisées par la prise en compte des seules périodes récentes de bonne santé financière et qu'elles peuvent sous-estimer les

« scenarii catastrophes » dans lesquels des corrélations fortes entre produits apparaissent. L'existence de « stress tests », censés tester la résistance de la banque à des évolutions catastrophiques de certaines données, a vocation à améliorer la qualité des prévisions, mais reste insuffisante aux yeux de beaucoup d'observateurs.

Il ne s'agit pas de condamner *a priori* l'indispensable usage de modèles de prise en compte des risques, mais d'être bien conscient que ces modèles sont par définition sensibles à la qualité des données utilisées, et que les établissements doivent *in fine* arbitrer entre une volonté de rentabilité, sous contrainte concurrentielle, et un souci de sécurité.

En tout état de cause, c'est donc la banque qui propose son propre modèle d'évaluation des risques et le fait valider, sachant que c'est sur cette évaluation que va reposer le « coût » de son activité, c'est-à-dire son besoin en fonds propres, et donc *in fine* sa rentabilité puisque celle-ci rapporte les profits réalisés aux fonds propres de l'établissement.

*Il en va de même de la définition des règles comptables, dont on a voulu qu'elles reflètent de plus en plus un « prix de marché », y compris lorsque le marché n'existe pas ou plus*

Ces règles sont le produit des réflexions d'une instance (l'IASB, *International Accounting Standard Board*) qui regroupe essentiellement des membres des professions comptables. Elles ont été largement discutées entre professionnels et soumises ensuite, mais très tard, aux autorités politiques qui ne les ont ajustées qu'à la marge.

Leur mode de discussion politique est d'ailleurs très insatisfaisant : si le Parlement européen a pu en débattre partiellement, la transposition des directives en France s'est faite uniquement par ordonnances, ce qui a privé le Parlement d'une réelle discussion démocratique de ces principes et de ces règles.

La difficulté est d'ailleurs la même concernant les grands textes de régulation bancaire ou assurancielles (Bâle II,

Solvency II). La Commission des finances avait d'ailleurs à plusieurs reprises protesté auprès du gouvernement afin que de telles transpositions ne se fassent plus systématiquement par ordonnances.

*On ne peut enfin pas passer sous silence l'acceptation tacite de l'existence d'espaces de sous-régulation ou de non-régulation*

Les fonds spéculatifs (*hedge funds*), même s'ils ont jusqu'ici plutôt mieux résisté à la crise qu'on ne pouvait le craindre, posent la question de l'acceptation de zones de moindre régulation, qui permettent des rendements supérieurs. Moins de régulation, c'est plus de rendement mais aussi, par définition, plus de risque !

En réalité, une grande part de l'activité de ces fonds spéculatifs est assimilable à une activité de banque : ils ont repris les risques liés aux produits titrisés pour assurer leur rendement.

Mais ceci pose un double problème : d'abord car s'ils jouent ainsi le rôle de banques, c'est sans en avoir la réglementation en termes de solidité financière. Mais aussi et surtout car une bonne part de leur financement provient des banques pour assurer leur liquidité (lignes de crédit à court terme) et que les investisseurs pour le compte desquels ils opèrent ne sont plus seulement de riches individus, mais de plus en plus des investisseurs institutionnels et des établissements financiers. Ainsi, la fiction selon laquelle ces secteurs ne s'adresseraient qu'à des investisseurs individuels avisés, et non à l'ensemble des épargnants, est de moins en moins acceptable.

La question est exactement la même pour les « entités spécialisées », les conduits (SPE, SPV ou SIV - *Special Purpose Entity, Special Investment Vehicles*) qui sont directement financés par les banques, mais qui ne sont pas soumis à la régulation bancaire : quand les choses commencent à mal tourner, les banques n'ont souvent pas d'autre choix que de rapatrier les pertes de ces entités vers leur propre bilan, ce qui augmente brusquement leurs besoins en fonds propres.

Les paradis fiscaux sont une partie intégrante de ces montages, auxquels ils apportent à la fois des fiscalités avantageuses et le degré d'opacité requis pour échapper aux régulateurs. Les paradis fiscaux sont en effet caractérisés par le secret fiscal, l'absence de réglementation financière et une fiscalité très avantageuse. Ils sont donc des lieux privilégiés pour que se développe la fraude, notamment fiscale, le blanchiment d'argent sale et les montages permettant d'échapper aux règles en matière financière. Ils représenteraient aujourd'hui la moitié de l'activité internationale des banques dans le monde et deux tiers des fonds spéculatifs y seraient domiciliés.

On comprend donc bien que ce que nous vivons depuis un an n'est pas un épiphénomène, une dérive liée aux comportements déviants de quelques-uns qu'il suffirait de « sanctionner », comme nous le propose le Président de la République. Après les « patrons voyous », serait aujourd'hui venu le temps des « banquiers voyous ». Cette vision limitée n'est ni exacte ni acceptable.

Il faut au contraire prendre la mesure de cette crise et proposer des solutions structurelles. Souvent comparée dans son ampleur à la crise de 1929, l'actuelle crise financière est sans doute avant tout proche de l'exemple de la crise japonaise du début des années 1990, qui a conjugué une bulle boursière et une bulle immobilière et a conduit à une situation cumulant récession et déflation à partir de 1991.

Cette crise a, en effet, vu comme aujourd'hui des établissements financiers accumuler, dans un cadre monétaire particulièrement souple, des prêts gagés sur des actifs dont les prix étaient portés par un phénomène de bulle. Les banques ont longtemps refusé de faire la transparence sur leurs pertes potentielles. Elles se sont contentées de survivre au mieux en profitant de la politique de taux d'intérêt faible mise en œuvre par les pouvoirs publics, mais sans se restructurer réellement, et donc sans être capables de jouer un rôle de soutien stable de l'économie dans son ensemble.

La réaction des pouvoirs publics a été sans doute trop lente. La baisse des taux d'intérêt a été réelle mais progres-

sive. Surtout, elle ne s'est pas accompagnée d'une intervention visant à recapitaliser les banques ou à assainir leurs bilans. Les programmes de grands travaux publics n'ont pas été menés avec la plus grande rigueur et des décisions politiques ont parfois été maladroites, tel le choix d'une augmentation des taxes sur la consommation en 1997, qui a stoppé la reprise économique.

A très court terme, il faut mettre fin à la crise de confiance et de liquidité. La rechute des marchés nous fait bien comprendre qu'aujourd'hui, il faut être réaliste et reconnaître qu'il est tout simplement impossible de prédire quelle sera l'ampleur finale d'une crise qui prend une nouvelle dimension en devenant une crise économique majeure.

Cela supposerait d'être capable de connaître l'exposition exacte de tous les acteurs du marché, et notamment de toutes les banques et compagnies d'assurance par exemple, aux produits « toxiques ». Or c'est précisément la difficulté, d'autant que des produits considérés initialement comme sains peuvent apparaître beaucoup moins sûrs qu'on ne le pensait.

**UNE RÉPONSE STRUCTURELLE À LA CRISE FINANCIÈRE EST NÉCESSAIRE, MAIS IL FAUT SURTOUT PRENDRE LA MESURE DE LA CRISE ÉCONOMIQUE ET SOCIALE À LAQUELLE NOUS SOMMES AUJOURD'HUI CONFRONTÉS**

*A très court terme, il faut mettre fin à la dérive et à la panique des marchés et éviter l'assèchement du crédit*

*Les interventions des banques centrales et des Etats répondent à l'urgence de la situation*

Le but des interventions des banques centrales est notamment de faciliter le fonctionnement du marché du refinancement interbancaire, car les banques ont tendance à ne plus accepter de se prêter entre elles des liquidités à court terme, craignant une défaillance de leur banque contrepartie, compte tenu des faillites déjà constatées.

Les facilités de refinancement sont donc offertes à un taux d'intérêt inférieur à celui du marché (qui a fortement

augmenté, car les taux d'intérêt sur le marché incluent une prime de risque qui a grimpé en flèche). Il ne s'agit pas de « dons » mais bien de prêts. Tout au plus peut-on considérer qu'ils pourraient conduire à un surcroît d'inflation, mais ce risque reste très théorique aujourd'hui, dans la mesure où les taux de marché ont tendance au contraire à augmenter.

Des actions concertées de baisse des taux directeurs sont également intervenues pour la première fois depuis longtemps et pourraient être de nouveau envisagées.

*L'action décidée au plan européen, dans laquelle s'inscrit la France, se fait dans deux directions utiles pour stopper la panique financière*

La question de la liquidité interbancaire est traitée à travers une garantie de l'Etat sur les refinancements accordés aux banques.

Ces refinancements sont des prêts, accordés avec des contreparties et payés par un taux d'intérêt. Il ne s'agit donc pas *a priori* d'un « cadeau ».

Il en va de même de la possibilité ouverte, en cas d'urgence, d'accorder directement la garantie de l'Etat à des emprunts faits par les banques à d'autres banques. Cette garantie sera également payante.

Ces refinancements n'engagent donc pas directement de fonds publics. Mais considérer que ces actions ne sont pas « gratuites » ne signifie en aucun cas qu'elles ne soient pas risquées. Il n'est pas *a priori* possible d'écarter définitivement l'hypothèse d'une défaillance importante des banques : dans ce cas, les actifs pris en garantie seraient attribués à la société de refinancement, et si la valeur de ces actifs s'avérait insuffisante pour couvrir les pertes, la garantie de l'Etat pourrait *in fine* jouer. Ceci se traduirait par une hausse de l'endettement public.

A cet égard, la présentation très « rassurante » faite par les pouvoirs publics du plan d'aide au secteur financier n'est pas totalement satisfaisante. Elle néglige en grande partie la question du risque, ce qui est pour le moins paradoxal à l'heure actuelle, ainsi que celle de l'endettement public et

de ses limites. Il ne faudrait pas que l'urgence de la situation conduise à accréditer l'idée que les Etats peuvent sans aucune difficulté s'endetter dès lors que le rendement financier de leurs investissements est supérieur au coût de la dette. Le cas limite d'un pays comme l'Islande, conduit à une situation de faillite par son incapacité à supporter, en termes de progression de sa dette publique, le coût du sauvetage d'un système bancaire surdimensionné, devrait ainsi être médité.

La question de la solvabilité des banques et de leur accès aux fonds propres est traitée à travers une société de recapitalisation. Les banques qui ne trouvent pas sur les marchés les capitaux nécessaires, comme cela a été récemment le cas de Dexia, du fait de ses pertes et d'une panique sur les marchés, peuvent ainsi s'adresser à l'Etat qui pourra accepter de fournir ces capitaux. Dans le cas de Dexia, il fallait procéder à une recapitalisation et éviter la faillite d'un établissement malmené sur les marchés financiers, qui est le principal prêteur aux collectivités locales. L'intervention de l'Etat et de la Caisse des dépôts était donc utile.

### *Des modalités de recapitalisation contestables*

Une première utilisation du dispositif général a été faite une semaine à peine après le vote de la loi. L'Etat a choisi de fournir à ce titre 10,5 milliards d'euros à six banques françaises, sous la forme de quasi-fonds propres qui ne lui donnent toutefois aucun droit de vote.

On peut d'autant plus critiquer ce choix qu'il prive l'Etat de tout gain dans le cas où les cours boursiers des établissements remonteraient, même si cela n'est jamais certain et pourrait, en tout état de cause, prendre du temps. En plus de l'absence de contrôle direct, l'Etat se contente ainsi d'une rémunération sur ces quasi-fonds propres qui reste inférieure à celle constatée sur le marché, et d'autant plus avantageuse pour les banques que les marchés ne sont précisément plus en capacité, à l'heure actuelle, de fournir de tels montants de fonds propres. Dans l'attente, ces interventions seront payées par une hausse de la dette publique, et donc des charges d'intérêts qui dès aujourd'hui contraignent très fortement les moyens accordés aux politiques publiques.

S'il ne fallait donc pas s'opposer à un plan qui va dans la bonne direction, il est tout aussi essentiel de poser des conditions et d'obtenir des garanties très fortes en cas d'intervention, or ces conditions font défaut aujourd'hui.

On peut citer notamment :

- une intervention accrue de l'Etat sur la gouvernance, la politique de distribution aux actionnaires et le mode de rémunération des entreprises qu'il vient soutenir,
- la remise en cause des indemnités de départ des dirigeants ayant conduit leurs entreprises dans l'impasse,
- un soutien parallèle aux ménages et aux PME les plus touchés par la crise,
- la remise en cause, par les établissements qui bénéficieront de ces aides, de toutes leurs activités avec les paradis fiscaux.

Les garanties doivent reposer également sur le contrôle démocratique des sociétés de refinancement et de recapitalisation. Le contrôle parlementaire, qui suppose transparence et surveillance, doit assurer un suivi constant de la

mise en œuvre du plan. Le montant de 360 milliards d'euros est trop important (supérieur aux dépenses du budget de l'Etat sur un an !), même s'il ne s'agit pour l'instant que d'un plafond de garanties, pour que le gouvernement puisse sans contrôle décider de son engagement.

***Une fois passé le stade aigu de la crise, il faudra mettre en œuvre des réformes profondes***

C'est pourquoi je propose que nous participions, notamment au sein de la Commission des finances, à la rédaction d'un grand projet de loi de régulation financière, afin de régler enfin les problèmes structurels posés par le développement du capitalisme financier.

Bien sûr, toutes les réponses ne peuvent être uniquement nationales. Mais le Parlement peut également poser des conditions fortes et orienter le travail du gouvernement au niveau des négociations internationales à travers le vote de résolutions.

Ainsi, au niveau mondial, la proposition d'une conférence permettant de poser la question des taux de change et des déséquilibres qu'ils permettent, entretiennent ou font naître entre épargne et endettement des différentes nations est cruciale.

Les questions des déséquilibres commerciaux et financiers et de leur traduction dans les taux de change entre monnaies sont un débat commun à l'ensemble des nations. Il est indispensable que leur évolution puisse être discutée au sein d'une conférence réunissant notamment les pays développés et les pays émergents en forte croissance.

L'urgence est notamment de sortir d'une situation internationale dans laquelle les Etats-Unis financent à crédit le fonctionnement de leur économie et où les capitaux ne s'investissent pas autant qu'ils le pourraient dans les pays émergents. Il est évident que la négociation sera ardue : l'ajustement attendu des Etats-Unis devrait combiner une baisse du dollar, un resserrement de leur politique

monétaire et donc un ralentissement inévitable de leur expansion basée sur la consommation au profit d'un effort de reconstitution de leur épargne. Au niveau européen, la question est celle de la relance de la croissance de la zone, qui reste apathique depuis le début du siècle. Enfin, certains pays asiatiques, notamment la Chine, devraient accepter une appréciation relative de leur monnaie en lien avec les excédents commerciaux qu'ils enregistrent. La mise en œuvre et le suivi des nouvelles règles qui pourraient être mises en place à cette occasion pourraient être confiés au Fonds monétaire international.

La proposition d'un « nouveau Bretton Woods » pourrait à ce titre être soutenue. Cette conférence devrait notamment permettre de préciser le rôle qui devrait être désormais celui du FMI.

Au niveau européen et national, les propositions doivent viser l'ensemble des failles identifiées.

*Les premiers responsables ont été les distributeurs de crédits immobiliers non régulés. Le marché du crédit doit être soumis à des règles très strictes pour éviter toute dérive*

La France dispose d'une réglementation du crédit protectrice, qu'il faut maintenir. A cet égard, les propositions comme celles de Nicolas Sarkozy en 2004 de développement de l'hypothèque rechargeable doivent être refusées.

Il faut au contraire poursuivre dans la politique d'encadrement du crédit à taux variable proposée par la Commission des finances à la suite des amendements que j'avais moi-même déposés en 2007. De même, des initiatives doivent être prises pour assurer que les ménages qui ont des difficultés d'accès au crédit soient aidés par des mécanismes de garantie publique et non par le recours à des produits très risqués pour les emprunteurs.

La distribution du crédit aux collectivités locales pose également des problèmes importants, sur lesquels nous

devons nous pencher rapidement. Les collectivités ne doivent pas être victimes d'un « *credit crunch* », et il est à craindre de voir certains produits très sophistiqués qui leur ont été proposés en venir à leur poser problème.

*Les établissements financiers doivent être mieux régulés*

On peut penser que la possibilité de revendre le risque à travers la titrisation, dans un modèle économique où les banques savent qu'elles ne conserveront pas le risque lié à un prêt, les conduit à être beaucoup moins rigoureuses dans les conditions d'accord d'un prêt. Une solution pourrait être de les obliger à conserver dans leur bilan une part du risque lié à ces prêts, y compris lorsqu'ils sont titrisés.

Les banques ont également profité des limites de la réglementation et de la régulation pour créer des entités non régulées qui ont pris des risques très importants sur des produits complexes. Les risques pris n'étaient pas intégrés

dans le calcul de leurs ratios prudentiels, mais elles étaient au final les financeurs de ces entités. Quand ces structures ont connu leurs premières difficultés, les banques n'ont pas eu d'autres choix, si elles ne voulaient pas les laisser mourir, que de les réintégrer dans leurs bilans.

La question est donc posée des « trous » présents dans la régulation, qui doit inclure toutes les entités hors bilan dans le calcul des ratios prudentiels des banques. Faute d'une telle intervention, des phénomènes d'arbitrage réglementaire continueront à être constatés.

Cette question suppose également une action en direction des fonds d'investissement : code de conduite pour fonds souverains (proposé par l'OCDE et le FMI avec des règles portant sur la gouvernance des fonds, la réciprocité dans l'ouverture à des capitaux extérieurs) avec un réel engagement pour assurer leur application plutôt que leur acceptation théorique ; régulation directe et indirecte pour les fonds spéculatifs (*hedge funds*) à travers une réglementation prudentielle plus attentive de leurs contreparties,

c'est-à-dire les banques. La lutte contre les paradis fiscaux est un aspect essentiel de cette politique.

Plus globalement, il faut revoir les lignes de partage entre autorégulation et régulation publique. Les défaillances constatées dans les établissements financiers, en matière de contrôle interne, doivent conduire à reconsidérer les marges laissées aux établissements, notamment dans le calcul de leurs besoins en fonds propres.

Des aménagements ont commencé à être apportés en interne sous la pression législative. J'ai moi-même fait adopter récemment un amendement précisant la forme générale que devait prendre obligatoirement le suivi du contrôle interne par les organes de gouvernance des banques.

Il y a un conflit d'intérêt potentiel fort au sein des établissements financiers, qui sont conduits à calculer leurs besoins en fonds propres, coûteux, en fonction de la qualité réelle ou supposée de leur exposition au risque. C'est pourquoi il ne

saurait être question de négliger la nécessité d'une régulation publique, mais au contraire de renforcer celle-ci.

S'agissant de la réglementation prudentielle des banques, il faudra trouver une réponse à la question des crises de liquidité. On l'a vu, la crise actuelle est avant tout une crise de liquidité et non de solvabilité, alors que le contrôle prudentiel est avant tout focalisé sur cette dernière.

Enfin, la question des interventions en compte propre (*proprietary trading*) des banques doit être traitée, afin d'assurer la transparence des sources de revenu des banques pour identifier leurs sources de fragilité. Il pourrait être envisagé de filialiser les activités pour compte propre pour leur donner un encadrement réglementaire spécifique (ratios). Faute d'une telle approche, on observe que la rentabilité très forte (due au risque très fort...) sur ces activités incite à leur développement, ce qui augmente fortement la sensibilité des profits des banques aux conditions de marché, et donc la volatilité des bilans et des résultats des banques.

*Les agences de notation ont joué un rôle ambigu et doivent être mieux régulées*

Une part de leurs erreurs est sans doute due à la complexité des produits. Elles ont appliqué une méthodologie dérivée de leur métier traditionnel (la notation des obligations « classiques ») à des produits qui n'avaient pas les mêmes caractéristiques.

Mais elles ont été associées à la construction de ces produits, qu'elles notaient ensuite. Elles étaient donc en conflit d'intérêt évident, pour donner les meilleures notes aux produits ainsi construits.

Les premières auditions auxquelles procède actuellement le Congrès américain ont souligné une nouvelle fois l'ampleur de ces conflits, avec la production de documents internes des agences indiquant qu'elles avaient eu tendance à ne pas mener une étude approfondie de produits qu'elles notaient, compte tenu de leur complexité. Une telle étude aurait en effet été coûteuse et aurait placé

l'agence la plus consciencieuse dans une situation moins concurrentielle que ses consœurs...

Face à ces enjeux, la mise au point d'un code de déontologie par les agences ne saurait être suffisante. La régulation publique des agences de notation est une nécessité. Nous proposons depuis longtemps que ces agences, qui agissent au cœur du capitalisme financier, soient soumises à des règles strictes pour limiter les conflits d'intérêt et assurer une plus grande transparence de leurs interventions. *A minima* devrait être envisagée la séparation de leurs activités de conseil et de notation, voire l'interdiction de notation d'un produit à la conception duquel elles auraient participé.

De telles règles pourraient être imposées à travers une obligation d'enregistrement des agences auprès d'un régulateur européen. Un tel mécanisme existe auprès du régulateur américain, qui ne doit pas être le seul à imposer ses normes.

Une solution plus ambitieuse serait la création d'une agence européenne de notation dont l'actionnariat,

comprenant des entités publiques, des utilisateurs finaux des notes émises, voire des représentants de la société civile, garantirait l'indépendance et l'absence de conflit d'intérêt. La mise en place d'une telle agence serait cohérente avec le rôle désormais central des notations dans le bon fonctionnement du marché.

A défaut, il faudrait donner de plus larges possibilités de contestation et de discussion aux notes qu'elles attribuent. Une plus grande transparence sur la méthodologie et les modèles utilisés par les agences rendrait possible la discussion et la critique. Enfin, de plus en plus de voix s'élèvent pour ouvrir le marché de la notation. Trois agences représentent en effet 90 % du marché mondial. Cette situation d'oligopole n'est pas saine.

*Les produits complexes doivent être rendus plus transparents et mieux encadrés*

Il faut encourager les efforts menés au niveau international en matière de « standardisation » des caractéristiques des

produits financiers complexes. Les difficultés rencontrées par les agences de notation pour évaluer ces produits et l'incompréhension d'une très grande majorité des acteurs des marchés financiers sont une composante importante de la crise actuelle. Une fois le mouvement de panique enclenché, la complexité rend très difficile l'évaluation de la « valeur » des produits très complexes.

Il faut veiller à améliorer l'information sur les produits financiers, et donc la classification des produits par les régulateurs. Des termes tels que « SICAV monétaires dynamiques », qui avaient fleuri dans notre pays avant la crise, recouvraient des produits en réalité très différents de simples placements monétaires : leur rendement plus élevé était lié, comme toujours, à un risque plus élevé.

C'est également la raison pour laquelle il est nécessaire de créer des mécanismes d'alerte précoce, sans doute au niveau du FMI, sur les défaillances possibles de certaines classes d'actifs et sur les fragilités constatées sur les marchés financiers.

### *Les règles comptables posent question*

Les nouvelles règles comptables recherchent au maximum à déterminer les valeurs des actifs et passifs « à la juste valeur », c'est-à-dire à une « valeur de marché ». La difficulté pour les produits complexes est que souvent, le marché n'existe pas. Dans ce cas, il faut recourir à des modèles mathématiques eux aussi complexes pour déterminer un prix théorique.

Pire, quand les choses commencent à aller mal, la seule valeur de référence qui existe est celle des ventes « forcées » faites par les structures les plus en difficulté, qui ont donc lieu à des prix très dégradés. Dans ce cas, les banques qui possèdent des produits similaires doivent utiliser comme référence des prix très dégradés, ce qui aggrave encore leur situation comptable.

Le paradoxe actuel est que l'exigence d'évaluation « à la valeur de marché » est portée dans une situation où le marché ne fonctionne plus ou « a disparu ».

Les règles comptables ont ainsi un travers « procyclique » qu'il faudrait prendre en compte et tenter de corriger. Elles « gonflent » la valeur des actifs en période de bulle financière et permettent d'augmenter encore l'endettement des établissements financiers sur la base de la valeur de marché de ces actifs. Inversement elles ont tendance à aggraver la situation des banques en période d'éclatement de la bulle, puisque les actifs se déprécient très rapidement sur le marché, réduisant la capacité des banques à se financer.

Cette question doit être articulée avec celle des règles bancaires : il faut parvenir à lisser les évolutions cycliques de l'endettement, par exemple en augmentant les ratios pruden- tiels en période de hausse du prix des actifs et en acceptant leur diminution en période de forte baisse des valeurs de marché. L'exemple de l'Espagne pourrait servir de guide en la matière.

Il est évident qu'un retour à la comptabilité reposant sur l'enregistrement du coût historique ne saurait constituer

une solution viable. L'ampleur de la crise actuelle a pu être mesurée notamment grâce aux nouvelles règles comptables : il ne serait par exemple pas sain que des produits financiers intégrant des prêts « subprimes » continuent à être valorisés aujourd'hui à leur valeur d'origine.

La solution repose sur la fixation de règles claires quant aux conditions dans lesquelles la valorisation doit être ajustée pour prendre en compte des variations conjoncturelles qui ne doivent pas impacter des produits dont l'horizon de détention est de plus long terme. Cette question est conditionnée en grande partie par les possibilités de classification des instruments financiers au regard de la norme dite « IAS 39 », en permettant, comme ont commencé à le faire l'Union européenne et les États-Unis, dans certaines situations d'effondrement des marchés, des « reclassements » des instruments entre ceux considérés comme disponibles à la vente et ceux destinés à être détenus jusqu'à leur échéance, ces derniers n'étant pas évalués à leur juste valeur.

Un mode de discussion plus démocratique et une meilleure appropriation publique des normes comptables doit émerger. Ces normes, et notamment le principe de la juste valeur, jouent un rôle majeur dans la transmission des crises financières. Leur mode d'élaboration doit être rendu plus transparent et impliquer très en amont les autorités publiques.

Cela n'a pas été le cas au niveau international, avec la place initiale jouée par l'autorégulation. Comme l'ont souligné les travaux réalisés au sein de la Commission des finances, l'IASB est en effet composée d'experts indépendants choisis par une fondation composée elle-même de personnalités du monde des affaires. Au minimum, ces experts devraient être supervisés par un collège regroupant notamment des représentants des régulateurs publics qui auront ensuite à appliquer les règles. Cela n'est malheureusement pas le cas non plus en France, car ces règles sont transposées par ordonnances, comme cela a été rappelé plus haut.

*Il faudra globalement mieux encadrer le recours à des instruments déstabilisants pour les entreprises, tels que les stock-options, et favoriser l'actionnariat de long terme*

Ces modes de rémunérations sont problématiques en matière fiscale, car ils permettent d'échapper aux impositions traditionnellement dues sur les salaires.

Ils posent surtout des questions de gouvernance : loin d'assurer une meilleure adéquation des objectifs entre dirigeants et actionnaires, ils sont largement déconnectés des performances et poussent au contraire à des opérations non conformes aux intérêts des actionnaires et des entreprises. Ils conduisent à favoriser la performance de court terme et la prise de risque dès lors que les dirigeants sont intéressés à un rendement plus important, sans jamais subir ce risque.

Les observations faites plus haut sur le caractère asymétrique de la rémunération des opérateurs de marché comme des dirigeants doivent inspirer de nouvelles

pratiques. Il serait notamment souhaitable que l'observation des performances se fasse sur un horizon de moyen terme (qui pourrait être un cycle) et puisse se traduire par une forme de pénalisation des contre-performances ou des prises de risque excessives.

Favoriser l'actionnariat de long terme dans les entreprises est au contraire une nécessité. Cela implique d'encourager la présence d'actionnaires de référence dans leur capital.

Cette stabilisation, nécessaire à un développement durable des entreprises, passe aussi par un droit des entreprises moins favorable aux offres publiques d'achat (OPA) hostiles. A cet égard, il pourrait être souhaitable de revenir sur les choix retenus par le gouvernement français en 2006 dans la loi de transposition de la directive du 21 avril 2004<sup>2</sup> sur les OPA. Alors que sa transposition était facultative, la France a en effet choisi de reprendre

---

2. Directive n° 2004/25/CE.

l'article 9 de cette directive qui, en référence à un principe dit de « neutralité », empêche les dirigeants de la société cible d'interférer avec le libre choix des actionnaires. Son but est bien d'empêcher les dirigeants de mettre en œuvre des mesures anti-OPA sans accord de l'Assemblée générale. Il est le produit direct d'une conception de l'entreprise fondée sur une forme de souveraineté actionnariale qui confine à l'absolutisme.

Cette directive et sa transcription portent la marque d'une vision idéologique d'un « meilleur des mondes » des OPA agressives, permettant d'assurer l'efficacité économique en assurant le renouvellement constant, par la compétition, du tissu productif.

*Mettre en place des outils permettant de faire reposer le coût de la gestion des crises sur leurs principaux acteurs*

Il faut se poser de façon claire la question de ceux sur qui doit reposer le « coût » des crises. La théorie du hasard moral (qui pousse les acteurs à prendre des risques s'ils se

savent protégés *in fine*) et la simple morale (il n'est pas admissible que les profits soient privatisés et les pertes systématiquement collectives...) imposent d'établir des règles claires.

A défaut, le risque est grand de voir les acteurs du monde financier prendre systématiquement prétexte d'un risque systémique posé par la défaillance de leurs établissements pour exiger un sauvetage public. Aussi légitimes que soient les actions actuellement mises en œuvre par les pouvoirs publics, une telle situation de sauvetage systématique ne saurait être acceptée.

Les actionnaires privés ne doivent pas être systématiquement mis à l'abri des défaillances, mais en payer le prix, contrairement par exemple aux clients – en majorité modestes – des banques de détail. C'est d'ailleurs l'une des critiques fortes que l'on peut adresser au plan de recapitalisation tel qu'il est actuellement mis en œuvre par les pouvoirs publics français. Le choix d'investissement par le biais de titres subordonnés ne conduit pas à une

dilution de la part des actionnaires des banques, qui ne sont donc pas associés à l'effort nécessaire, tout en en bénéficiant très directement s'il atteint son but.

La fiscalité est un outil important pour cette approche. Le secteur financier devra en partie financer le coût des pertes qui seront constatées au final. La fiscalité qui sera appliquée aux établissements financiers devra en tenir compte. Il n'est pas acceptable qu'un secteur refuse toute intervention de l'Etat et réclame toujours moins de prélèvements, alors que son sauvetage nécessite des montants très importants de ressources publiques et que ses dérives plongent l'économie dans un marasme coûteux en termes sociaux et économiques.

Ceci est vrai également au niveau des dirigeants d'entreprises, dont la rémunération échappe actuellement en grande partie à la taxation de droit commun applicable aux salaires. Une part très importante de la rémunération des dirigeants (stock-options, actions gratuites) est considérée fiscalement comme des gains en capital et, à ce

titre, échappe au barème de l'impôt sur le revenu et à la plupart des cotisations sociales. A cet égard, je me réjouis que l'amendement visant à limiter la capacité de déduction fiscale des compensations offertes au management ait été adopté par l'Assemblée nationale durant l'examen du projet de loi de finances pour 2009. On peut espérer que cet amendement puisse échapper au sort réservé l'an dernier à une proposition similaire, finalement supprimée lors de l'examen du budget pour 2008 en commission mixte paritaire.

Enfin, une régulation efficace a inévitablement un coût. La question avait par exemple été posée devant la Commission des finances des moyens, de la formation et des rémunérations des contrôleurs bancaires, lors des auditions qui avaient suivi la découverte des pertes importantes enregistrées par la Société Générale du fait des agissement de l'un des ces opérateurs.

Ceci est vrai des moyens alloués à l'ensemble des régulateurs : un encadrement plus poussé, une régulation plus

stricte auront nécessairement un coût. Celui-ci devra notamment reposer sur le secteur qui *in fine* bénéficie d'un environnement réglementaire plus stable et plus efficace.

Ce thème rejoint également celui de l'aspect dissuasif des sanctions financières pouvant être prononcées par les régulateurs. Nous avons été à l'origine d'un durcissement des sanctions pouvant être prononcées par la commission bancaire. Ce durcissement devra rapidement concerner également l'Autorité des marchés financiers (AMF).

***La question la plus cruciale aujourd'hui est celle des moyens de faire face à la crise sociale et économique***

*La question de l'emploi et du pouvoir d'achat est centrale*

Elle est au cœur de la crise. Le modèle qui repose sur la hausse de l'endettement, ou la « désinflation », c'est-à-dire sur la croyance selon laquelle la question du pouvoir d'achat peut être réglée à travers l'endettement ou la

baisse des prix des produits de consommation est clairement pris en défaut.

C'est pourquoi, plutôt que de proposer plus de concurrence ou la réforme de l'indice des prix, il est essentiel de proposer une progression réelle des salaires, à travers la hausse du SMIC. Celle-ci doit s'articuler avec une incitation à la conclusion d'accords salariaux. La refonte des allègements de cotisations doit empêcher que les grilles de salaires dans les entreprises ne soient écrasées au niveau du SMIC. Ainsi pourrait être assurée une transmission des hausses du SMIC décidées par l'Etat vers un plus grand nombre de salariés dont les rémunérations sont actuellement supérieures au salaire minimum légal.

De même, il faut veiller à ce que des formes alternatives au salaire direct ne viennent peu à peu s'y substituer, notamment pour des raisons de prélèvements fiscaux et sociaux allégés. Les mécanismes d'intéressement et de participation doivent demeurer un moyen d'association des salariés à la performance de leur entreprise, non une

alternative au salaire direct. Malheureusement, le choix récent de rendre directement disponibles les sommes issues de l'épargne salariale entretient une nouvelle fois la confusion, le déblocage de la participation étant notamment présenté explicitement comme un moyen de pallier à l'insuffisante progression du pouvoir d'achat.

#### *La question des inégalités prend un relief nouveau*

Inversement, il est certain que les mesures qui offrent à des contribuables aux revenus très élevés ou détenant des patrimoines importants des allègements d'impôts sont particulièrement malvenues. En plus des questions qu'elles posent en termes de justice fiscale, ces mesures tendent inévitablement, du fait de la propension marginale à consommer beaucoup plus faible de leurs bénéficiaires, à alimenter la formation des bulles sur les marchés d'actifs financiers. Plus fondamentalement, ces mesures viennent aggraver les phénomènes de creusement des inégalités salariales et de déformation du partage de la valeur ajoutée constatés aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe.

#### *Notre fiscalité doit rapidement être réformée pour répondre au ralentissement de l'activité et à la hausse du chômage*

Le gouvernement a décidé de dépenser plus de trois milliards d'euros pour baisser les droits sur les plus grosses successions et permettre aux plus aisés, grâce au bouclier fiscal, de réduire leur imposition au titre de l'ISF.

Le gouvernement va également dépenser près de six milliards d'euros de fonds publics pour inciter au développement des heures supplémentaires. Cela ne marche pas en période de croissance normale. Mais cela devient dangereux en période de hausse du chômage et de ralentissement de l'économie, puisque les entreprises préfèrent utiliser ces heures détaxées et concentrées sur quelques-uns plutôt que d'avoir recours à l'intérim, qui est en chute libre, ou que de maintenir les emplois.

Il faut au contraire utiliser ces marges pour permettre la progression de la Prime pour l'emploi (PPE), qui s'adresse à tous les ménages modestes, et que le gouvernement a

décidé de geler cette année, alors même que l'inflation n'avait pas été aussi forte depuis des années !

Il faut également revoir l'imposition des entreprises, afin de les inciter à distribuer une part moins importante de leur bénéfice à leurs actionnaires, et à investir plus ou mieux payer leurs salariés. Ceci sera beaucoup plus positif pour les entreprises, à l'heure où elles risquent de trouver des difficultés pour financer leurs investissements.

*Enfin, des leçons doivent être tirées de cette crise pour les orientations stratégiques de notre politique économique*

Doit ainsi être posée rapidement la question du choix fait depuis plusieurs années d'une diminution du champ des participations publiques dans l'économie, et notamment dans le secteur financier. Il serait ainsi paradoxal, à l'heure où la sphère publique se trouve contrainte d'assurer aux établissements financiers l'accès à des fonds propres ou quasi-fonds propres pour un montant pouvant

aller jusqu'à 40 milliards d'euros, que l'Etat choisisse de poursuivre son projet de privatisation de La Poste.

De même, le constat des situations dramatiques rencontrées par de nombreux retraités américains confrontés à la perte de valeur de leur épargne retraite individuelle doit poser la question de l'orientation, longtemps prônée par l'actuelle majorité, en faveur du développement de fonds de pension.

La retraite individuelle par capitalisation, y compris celle qui s'organise au niveau de l'entreprise, fait courir des risques substantiels sur le niveau de vie à terme des salariés.

Cette question des fonds de pension est d'autant plus cruciale que ces investisseurs institutionnels sont devenus des investisseurs présents dans les *hedge funds* qui ne sont plus réservés à une clientèle individuelle très fortunée.

## CONCLUSION

### ET LE PARTI SOCIALISTE DANS TOUT ÇA ?

Les socialistes français se sont opposés au processus destructeur de dérégulation qui a marqué tous les secteurs et particulièrement le secteur financier.

Refusant de céder à l'engouement aveugle et à la foi dans le marché comme seul moyen d'optimiser la satisfaction des besoins, ils sont apparus aux yeux des plus fervents avocats du marché et de la concurrence, au mieux comme légèrement attardés, au pire comme sectaires et rétrogrades.

Forts de leurs valeurs et de leurs convictions, les socialistes ont subi pendant des années les huées et les quolibets lorsqu'ils osaient proposer des mesures de régulation, mesures immédiatement condamnées parfois avec dédain au nom de la compétition, de la liberté, etc.

Puis la crise financière a explosé aux États-Unis et, comme on pouvait le redouter dès l'été 2007, s'est répandue sur tout le globe. La crise économique et sociale préexistait à la crise financière et elle en est largement à la source, mais cette dernière aura pour conséquence de très fortement aggraver la situation sociale et économique.

Durant un an environ, les responsables de la planète ont joué la politique de l'autruche. Puis, l'inéluctable contamination produisant ses effets, la déflagration a eu raison des certitudes des plus fervents croyants dans l'idéologie libérale. N'est-ce pas Alan Greenspan lui-même qui a déclaré avoir découvert « une faille dans le système capitaliste » le plongeant dans « un grand désarroi » ?

Aujourd'hui, les socialistes se retrouvent presque étonnés ! Non pas d'avoir eu raison, car ils n'ont jamais douté. Mais étonnés de voir à quel point les plus zélés laudateurs de la liberté se sont mués en fervents apôtres de l'Etat, de la puissance publique et de la régulation.

A bien y regarder toutefois, au-delà des mots séducteurs, il est une réalité dont nous ne sommes pas dupes : l'État est appelé au secours par ceux qui prétendaient hier encore que son intervention était néfaste, et son rôle vanté y compris par ceux qui cherchaient – et finalement cherchent encore – à le démanteler. Mais l'État que ces voix réclament, c'est un Etat réduit au rôle de pompier prompt à colmater les brèches d'un système objectivement en faillite.

Bref, rien d'autre que la privatisation des bénéfiques et la socialisation des pertes. Du grand classique. Mais du classique libéral !

La puissance publique n'est en fait appelée à la rescousse par ces nouveaux convertis qu'en dernière extrémité, alors que sa présence serait au contraire requise « à froid ». Et déjà on entend certaines voix libérales réclamer que l'Etat se retire le plus vite possible !

Pourtant c'est bien d'une absence de régulation qu'est née la crise, donc d'un manque d'État.

Dans ce contexte, on le voit, le rôle des socialistes n'est pas de céder à la facilité en se contentant de dire « on vous l'avais bien dit ! » mais plutôt de reprendre le contrôle des événements, le cours de l'histoire.

Plus que jamais confiants dans leurs valeurs et dans leur projet de société, refusant la tyrannie de la liberté sans limite, les socialistes doivent veiller à ce que le rôle de la puissance publique ne soit pas cantonnée au sauvetage *in extremis* du système financier. Au contraire, il nous faut prendre la tête du combat qui vise à restaurer durablement le rôle de la puissance publique et de la régulation publique à tous les niveaux, en France bien sûr, mais aussi et surtout en Europe et dans le monde.

Le pouvons-nous ? *Yes, we can !*

LES ESSAIS DE LA FONDATION JEAN-JAURÈS  
DIRECTEUR DE LA PUBLICATION : GILLES FINCHELSTEIN  
RÉDACTEUR EN CHEF : LAURENT COHEN

CONCEPTION MAQUETTE : A&CO - IOW  
RÉALISATION : B&A

FONDATION JEAN-JAURÈS  
12 CITÉ MALESHERBES - 75009 PARIS  
TÉLÉPHONE : 01 40 23 24 00  
TÉLÉCOPIE : 01 40 23 24 01  
COURRIEL : [fondation@jean-jaures.org](mailto:fondation@jean-jaures.org)  
SITE INTERNET : [www.jean-jaures.org](http://www.jean-jaures.org)

Didier Migaud

## La crise financière

La crise financière a trop longtemps été sous-estimée. Pourtant, dès l'été 2007, les mécanismes en étaient identifiés, ce qui a conduit Didier Migaud à souhaiter que la Commission des finances de l'Assemblée nationale, qu'il préside, se penche sur le système financier et sa régulation. Mais cette crise, essentiellement due à un excès de libéralisation et à un manque de régulation, révèle également la faillite d'un modèle de développement fondé sur la stagnation des salaires et l'endettement des ménages.

Restaurer la confiance, base du crédit, prendra du temps et ne pourra se faire qu'en imposant une régulation à l'ensemble des acteurs, y compris les plus récalcitrants.

Mais au-delà, c'est un nouveau modèle de développement qu'il nous faut inventer.

[www.jean-jaures.org](http://www.jean-jaures.org)