

EUROGROUP INSTITUTE

Financer des sociétés résilientes, des territoires robustes.

**Un rapport à la Déléguée interministérielle au développement durable
(Commissariat général au Développement Durable)**

Rapport établi par Hervé Juvin

Avec, notamment : Jean-Yves Léger, Valéry Jost, Paul-François Dubroeuq,
Dominique Monneron,
Ainsi que : Claire Thouard, Régis Bouyala et Florent Périn (Eurogroup Consulting).

Paris, le 7 mai 2012

Sommaire

I - En résumé...	p. 5
II - Dix propositions décisives	p. 8
III - Perspectives	p. 9
A) Que désignent la résilience d'une société, la robustesse d'un territoire ?	p. 10
B) Que financer demain, et comment financer des projets collectifs ?	p. 12
C) Quelles sont les priorités d'une réforme du système de financement ?	p. 16
D) Faut-il en revenir aux financements administrés ?	p. 18
E) Comment reconstruire le cadre politique de la décision financière?	p. 20
F) Une conviction déterminante ; la transformation des structures est vitale	p. 23
IV - Analyse des auditions	p. 25
A) Les origines des dérives du système de financement	p. 25
1 – La mise en place d'un système planétaire déterritorialisé	p. 25
2 – L'extension universelle du système des marchés financiers	p. 27
B) Les transformations les plus souvent mises en cause	p. 31
1 – La sortie des cadres institués	p. 31
2 – L'intermédiation obligée de l'investissement privé	p. 36
3 – Le dogme de la « valeur de marché »	p. 37
4 – La négation du risque	p. 38
5 – La privatisation généralisée	p. 39
6 – La disparition de l'actionnariat populaire	p. 41
7 – La financiarisation des actifs réels	p. 43
8 – La disparition des investisseurs de long terme	p. 44
9 – Les marchés financiers ont changé de nature	p. 47

C) Quatre points décisifs :	p. 49	
1 – Le levier		p. 49
2 – La privatisation de la production des prix		p. 51
3 – L'uniformité du modèle		p. 54
4 – Le droit		p. 56
D) Les points en débat entre les experts :		p. 58
1 – Le retour du contrôle, mais lequel ?		p. 58
2 – De la liquidité à la liquidation, quelle économie politique ?		p. 59
3 – Transformer les cadres temporels		p. 61
4 – Le paradoxe européen, comment sortir de la dépendance ?		p. 63
5 – Des risques financiers au risque politique		p. 66
6 – Réduire l'interdépendance, sortir de la finance mondialisée		p. 67
7 – Projets à long terme, gestion à court terme ; vrai ou faux problème ?		p. 69
8 – Régulation : les marchés financiers, plus que les banques !		p. 72
9 – L'indispensable recherche des responsabilités		p. 75
V – Propositions	p. 78	
VI – Les thèmes et les propositions écartés	p. 107	
VII – Conclusion	p. 110	
VIII – Annexes	p. 113	
Liste des propositions		p. 113
Liste des personnalités auditionnées		p. 115
Bibliographie		p. 116
Cahier des clauses techniques particulières		p. 117

Avertissement

Ce rapport a été construit à partir d'une quarantaine d'auditions, réalisées avec des professionnels des marchés, de la banque ou de l'entreprise. Ces auditions ont été réalisées de manière non directive, à partir d'un triple questionnement :

-Une appréciation sur la situation actuelle du financement de « territoires robustes, de sociétés résilientes »

-Une analyse des logiques et des transformations en cours

-Une interrogation sur les réformes à conduire.

Le rapport reflète le contenu des auditions, souligne les points de convergence, détaille quelques thèmes de débat pertinents.

Eurogroup Institute est seul responsable du choix de ces thèmes, des analyses et propositions émises, qui n'engagent en aucune manière les professionnels auditionnés.

Le rapport n'engage pas la responsabilité du Commissariat général au développement durable.

I - En résumé...

1 – Le système financier actuel repose sur deux postulats datant de la révolution industrielle ; selon le premier, « les ressources de la nature étant inépuisables, sont gratuites, elles n'entrent donc pas dans le calcul économique » (Jean-Baptiste Say, Cours d'économie politique, 1818) ; selon le second, « la guerre entre les hommes et la guerre entre les Nations est le système du passé, la guerre contre la nature que conduit l'industrie est la guerre de l'avenir » (Auguste Comte, 1835). Ces postulats sont désormais faux. Dans la mesure où tous les indicateurs de l'activité économique, tous les systèmes de mesure et de comptabilité de l'activité humaine reposent sur ces postulats, ils ne décrivent pas les prélèvements sur les ressources de la nature. Ces systèmes et ces indicateurs sont faux, ils sont plus encore contre-productifs, ils induisent de mauvaises allocations de ressources, des incitations erronées dans l'espace public et dans le débat collectif. La mise en place de nouveaux indicateurs est une condition nécessaire au progrès des territoires et de la société.

2 – Toute réforme visant à mieux financer la transition écologique prend en compte la nécessité de rendre plus robustes, plus sûrs, plus solides, les banques, les acteurs financiers, les sociétés d'assurance, pour qu'ils soient plus utiles. Une banque, une finance robustes, c'est-à-dire au service d'une économie réelle qui s'inscrit dans un contexte fini, sont territorialisées. Elles savent pour qui elles travaillent. Leurs décisions sont visibles et prévisibles pour leurs clients qui les connaissent. Elles entrent dans le champ du débat démocratique et de la décision politique. Une finance sans territoire, des produits bancaires ou financiers sans origine, sans histoire et sans singularité, sont un facteur systémique de crise et une incitation au cynisme de la part de dirigeants jamais confrontés aux effets de leurs décisions. La globalisation financière a révélé ses effets destructeurs en 2007 et 2008. Retrouver une congruence pertinente entre collecte des dépôts et crédits à l'économie locale, nationale, régionale est une condition de la stabilité et de la sécurité du système de financement, notamment par l'intermédiaire de banques régionales de plein exercice.

3 - L'hypothèse des marchés financiers efficaces et autorégulateurs est fautive. Les incitations développées selon l'hypothèse du « laissez faire » sont dépendantes de mécanismes autoréférentiels, défaillantes dans l'appréciation effective des risques, aveugles aux nouvelles raretés, adverses au financement d'une nouvelle révolution industrielle, celle de la production sans carbone, sans énergie fossile, sans atteinte déstabilisatrice aux ressources naturelles et à la diversité des formes de la culture et de la vie. Les marchés financiers ne sont efficaces que pour les opérateurs des marchés eux-mêmes, et seulement à court terme. Si les marchés financiers étaient efficaces pour la société, les thèmes du réchauffement climatique et de la perte de la diversité biologique et culturelle seraient devenus les facteurs majeurs de la valorisation des projets et des contrats. Placer les marchés financiers et les banques au service des territoires et des sociétés humaines, rétablir la primauté industrielle, clé de l'innovation et des gains de productivité, sera le fait de la volonté politique, de règles d'ordre public, d'incitations fiscales et réglementaires, expression des préférences collectives. Le cas échéant, c'est à la loi de corriger, reconstruire, refonder, ce que la dérégulation a défait.

4 – La préférence des Français pour l'épargne offre une opportunité majeure de financer la transition économique sans recours à l'impôt, à condition de mieux allouer cette épargne aux entreprises. Les modalités actuelles des financements de marché introduisent

un biais de court terme dans les allocations d'actifs et l'expression des préférences des investisseurs, du fait notamment de la comptabilité à valeur instantanée de marché, qui donne un privilège manifestement exagéré aux marchés financiers. La promotion d'une relation directe entre les épargnants et la dette publique, les épargnants et les entreprises, la mobilisation de l'affectio societatis régional, national, européen, et l'application des mêmes règles à tous les acteurs, doivent concourir à une meilleure prise en compte des besoins de l'économie réelle, recréer les liens qui ont été rompus, rendre leur capacité à agir aux Nations. Le progrès de la finance directe n'est pas une solution de substitution à l'intermédiation bancaire, mais un moyen, à certaines conditions, d'intégrer des préférences extrafinancières dans les allocations de ressources et de rendre leur place au lien et à la proximité territoriales.

5 – L'innovation financière doit être incitée à faire progresser la qualité des conventions et la vérité des prix, à améliorer la mesure des risques réels, à rendre financièrement possible ce qui est politiquement nécessaire. La qualité des prix de marché est considérablement dégradée par l'éclatement de la liquidité et la fragmentation des systèmes de marché. L'insignifiance des prix de marché des actions n'est pas liée à la crise, et à une volatilité conjoncturelle, elle est structurelle ; les prix déterminés par les produits dérivés et les arbitrages automatiques ne disent rien de la valeur de l'entreprise, réduite au rôle de « sous-jacent », d'une matière première que les intermédiaires manipulent selon leurs intérêts propres. La centralisation des ordres, la transparence des opérations, l'égalité entre intervenants, sont les conditions d'un développement sain des financements de marché. Le ralentissement des opérations financières, la réduction de la volatilité et les freins à la liquidité sont les moyens de la reprise en main par les sociétés humaines des sujets de financement qui sont les sujets de leur futur.

6 - L'interdépendance de toutes les économies, de tous les marchés et de tous les financements est le premier risque systémique que font peser les banques, les marchés et les gérants d'investissements sur les sociétés humaines. C'est aussi la limite de toute action volontariste d'engagement de la nouvelle révolution industrielle. Un découplage entre économies, entre marchés et systèmes de financement localisés est la condition d'un développement industriel durable, comme au cantonnement des crises à venir. L'ensemble suppose notamment que soit mis fin à la guerre des monnaies, qui a remplacé la guerre des tarifs douaniers, par un nouveau système international de règlements et de réserves, dont le dollar serait seulement l'une des composantes. Une politique de l'épargne est le pendant obligé d'une politique de progrès, d'innovation et de transition économique, à condition qu'elle place directement l'effort national, volontaire d'épargne, au service des intérêts stratégiques nationaux et européens. La séparation entre les banques, le crédit de l'Etat et le système de paiement est un autre élément de la résilience des sociétés politiques ; aucune Nation ne peut être durablement placée sous la contrainte de banques trop grosses pour ne pouvoir faire faillite.

7 - Les limites à la convoitise, à la croissance et à l'accumulation venaient des structures sociales, des frontières, de la souveraineté des Etats et de la détermination par les différentes Nations de leurs règles internes, notamment de mutualisation et de justice. La perte des limites, qui a mobilisé toutes les ressources de l'innovation, a constitué l'élément déclencheur de la crise, c'est de plus et surtout un élément destructeur des ressources matérielles et structurelles des sociétés humaines. Les limites que le territoire et la loi

pourraient de nouveau imposer seront des facteurs d'unité autant que de stabilité et de résilience. La charité des Fondations ne remplace pas la justice de l'impôt.

8 - Le temps de la régulation paraît succéder au temps de la dérégulation. Mais le mouvement est paradoxal ; ce sont les banques, qui ont toujours été fortement régulées, qui font l'objet de toutes les attentions, alors que les marchés financiers, qui ont été dérégulés massivement, attirent moins la vigilance réglementaire et peuvent être les bénéficiaires paradoxaux de la crise. Une attention particulière doit être apportée à la captation réglementaire dont la vague de régulation peut être l'occasion, bouleversant les positions concurrentielles des acteurs et favorisant certains, notamment ceux qui ont pris les moyens de l'inspirer, au détriment des autres. Pour l'Europe continentale du moins, la régulation se tromperait de cible, qui porterait seulement sur les banques et les sociétés d'assurance, et négligerait les marchés financiers, les systèmes de production des prix, les produits financiers eux-mêmes, aussi bien que les acteurs de la « banque de l'ombre », les opérations hors bilan, qui sont l'acteur clé de dissémination de la crise américaine.

9 – La finance a rendu le souhaitable possible pour une génération d'Occidentaux en garantissant des taux d'intérêt réels positifs à l'épargne ; elle a durablement interdit de spolier les rentiers. Elle a aussi rendu invisibles les coûts de la croissance et les coûts futurs du service de rentes qui se sont constituées dans tous les domaines, et auxquels nous sommes désormais confrontés. Quels qu'en soient les facteurs, les incitations spontanées ne permettront pas au jeu désordonné du marché financier d'apporter aux projets de transition économique, aux territoires et aux sociétés les moyens de leur résilience. Robustesse des territoires, résilience des sociétés et liberté totale des mouvements de capitaux sont incompatibles. Transition industrielle, innovation environnementale et anarchie des échanges de capitaux, de biens et de services, sont incompatibles. L'action publique ne s'exercera pas sans limites, sans règles, et sans ordre. La sortie de l'anarchie des échanges, l'abandon d'une idéologie de la mobilité sans frein comme valeur première, idéologie qui détruit les sociétés humaines et réduit les territoires à des espaces indifférents, fait d'eux de purs objets de marché, à exploiter et coloniser, est la première condition d'engagement de l'action de progrès.

II – Dix propositions décisives

1 – Transformer les indicateurs économiques ; intégrer les stocks de ressources naturelles, prendre en compte les biens collectifs, pas seulement privés. Faisabilité 1 (correspond à la proposition 2 dans la liste détaillée des propositions, p. 77 et suivantes).

2 – Assurer la cohérence entre les offres et les besoins de financement à long et très long terme en développant l'épargne viagère à sortie en rente, en allongeant les durées contractuelles des produits bénéficiant d'incitations fiscales, en stabilisant ces incitations pour assurer la lisibilité et la prévisibilité de l'environnement fiscal, conditions de la confiance. Faisabilité 1 (propositions 25, 26, 29, 30).

3 - Modifier le système de prix et le système comptable par les normes environnementales, l'intégration des externalités, la fiscalité, ou tout autre instrument économique. Faisabilité 1 – 2 (proposition 3)

4 – Mettre en place la préférence communautaire pour les contrats publics au sein de l'Union, en réservant 25 % des commandes à des entreprises de taille intermédiaire (ETI) européennes (Buy European Act et Small business act). Faisabilité 1 (proposition 8)

5 - Créer une institution chargée du contrôle des mouvements de capitaux et des opérations financières transfrontières (type OFAC) assumant une fonction de contrôle stratégique pour la France et pour l'Union européenne, institution responsable de leur autorisation, avec capacités d'enquête et pouvoirs de sanction. Faisabilité 1 (proposition 14)

6 - Promouvoir la diversité des systèmes de gouvernance, de financement et de contrôle des entreprises, notamment en développant l'apport de capitaux de type coopératif, dans lequel les apporteurs sont des créanciers et non des propriétaires, pour le financement et le contrôle des entreprises de services collectifs ; banques, sociétés d'assurance, transports, distribution d'eau, d'énergie, etc. Faisabilité 2 – 3 (propositions 18, 19)

7 – Assurer l'accès direct des épargnants aux obligations d'Etat et mobiliser le patriotisme économique. Faisabilité 2 (proposition 20)

8 – Développer la congruence des dépôts et des crédits, en incitant les banques et les sociétés d'assurance à financer les entreprises sur leurs territoires et dans leurs régions (équivalent du CRA, le « Community reinvestment Act) et en intégrant les critères d'Investissement socialement responsables dans leurs allocations d'actifs et leurs calculs de risque. Faisabilité 3 (proposition 9)

9 – Rétablir la garantie publique des prix de marché en centralisant la totalité des ordres sur une plateforme de négociation et un système de compensation uniques, assurant l'égalité des prix et des conditions entre tous les intervenants. Faisabilité 3 (proposition 27)

10 – Rétablir la capacité de la banque centrale européenne à consentir des avances directes aux Etats, dans des conditions de crise des marchés. Faisabilité 3 (proposition 21). *Chaque proposition fait l'objet d'une appréciation en termes de faisabilité, de 1, aisément réalisable, 2, réalisable mais de conséquences significatives pour certains acteurs, 3, suppose des changements de directives européennes, à 4, suppose une évolution de la doctrine et de traités et accords européens et/ou internationaux.*

III – Perspectives

« Un investissement à long terme, c'est un investissement à court terme qui a mal tourné ».

Principe de gestion, 2011

« Il sait le prix exact de toutes les choses, et la valeur d'aucune »

Léonard de Vinci, à propos de son père, notaire florentin (Carnets, Gallimard, collection « Tel »)

« Etre gouverné par l'argent organisé est aussi dangereux que par le crime organisé »

Franklin D. Roosevelt

« Je me sens plus proche de ceux qui veulent diminuer l'imbrication des économies nationales que de ceux qui veulent l'accroître. Les idées, le savoir, la science, l'hospitalité, le voyage, doivent par nature demeurer internationaux. Mais produisons chez nous chaque fois que c'est raisonnablement et pratiquement possible, et surtout, faisons en sorte que la finance soit nationale ».

J. M. Keynes, De l'autosuffisance nationale, 1933

« Le pays ou la région qui décidera d'être le champion du monde de l'économie décarbonée s'assurera de la croissance pour les années à venir. La France peut être ce pays ».

Jean-Laurent Bonnafé, directeur général, BNP-Paribas (in JDD, 19 mai 2012)

Les pages qui suivent peuvent paraître étranges comme introduction à une étude financière réalisée avec des praticiens du secteur. Mais décrire l'origine et la logique des questions posées aujourd'hui est indispensable pour y trouver des réponses efficaces et non superficielles ou de circonstance.

A) Que désignent la résilience d'une société et la robustesse d'un territoire ?

Le titre donné au présent rapport, objet de la mission d'étude, demande explication. L'attention se porte spontanément sur « financer » et ouvre le débat sur les dérives réelles ou supposées de la finance de marché, de la monnaie et de la banque. C'est prendre pour acquis le sens des mots « territoires robustes » et « sociétés résilientes ». Or, leur définition est imprécise. Leur signification a changé, sans qu'ils aient été redéfinis. L'objet qu'ils désignent demeure, il a même pris de l'importance, il est devenu problématique, mais quel est-il ? Que s'agit-il de financer ? Ces mots demandent précision, cette précision valant définition du cadre et de l'objet même du rapport.

Un territoire est un espace habité par une société politique. L'installation humaine durable le constitue. La loi et la société des hommes font les territoires que l'espace ne fait pas. Pas de territoire sans hommes, pas de territoire sans communauté organisée et résidente ; les nomades traversent des espaces, ils n'habitent pas un territoire. Les « zones blanches » des cartes, les « zones noires » désignent des espaces que l'absence de règle et d'ordre public n'érige pas en territoires. Un territoire peut être dit « robuste » quand il répond dans le temps aux besoins vitaux de ceux qui l'habitent, quand il résiste aux accidents ou aux crises qui peuvent l'affecter, et quand il fournit un cadre sain, bienveillant, amical, à la vie et à l'activité humaines de ses résidents. Ce qui signifie qu'un territoire est tenu par un ordre et une loi, ce qui signifie aussi qu'un territoire est défini par une limite, circonscription administrative, linguistique, aire culturelle, frontière nationale, ou toute autre.

Une société est une réunion d'individus qui s'identifient les uns aux autres de manière à transcender le temps (Marcel Gauchet). Ce sentiment d'identité peut provenir de la langue, de la culture, de l'origine, des mœurs, ou de l'identification à un projet. Faire société c'est construire un cadre qui survive aux existences individuelles, et c'est se reconnaître une intériorité, l'entre soi, par rapport à une extériorité, les autres, cette intériorité reposant sur une ou des singularités partagées et reconnues. Faire société, c'est aussi organiser les structures et les institutions, se donner les lois qui protègent et qui maintiennent. Une société est autre chose, et plus, que la somme des individus qui la composent, l'une des différences essentielles résidant dans la justice qu'elle instaure entre eux et dans sa capacité de se transmettre. Il faut néanmoins remarquer que le développement des mots « résilience de la société » s'accompagne d'une assez remarquable abstention dans la définition, non pas d'une société idéale, mais de la société française, dans ses différentes composantes. Que veulent dire ceux qui parlent de résilience, sans définir la société en quête de sa résilience ? Il faut aussi remarquer que la résilience d'une société est directement liée à son autonomie, c'est-à-dire à sa capacité à se donner sa loi ; la résilience est affectée par un choc négatif de nature à détruire la cohésion sociale, à dégrader sa culture ou sa civilisation, elle l'est tout autant par un choc présenté comme positif, comme peut l'être aujourd'hui un apport de capitaux, qu'elle n'aurait pas choisi ni voulu.

Les termes de « robustesse » et de « résilience » sont utilisés en physique pour désigner des propriétés d'un corps ou d'un système, et plus précisément leur capacité à réassurer leurs fonctions essentielles après modification de leur état initial (l'emploi du terme de robustesse ayant été développé en psychologie pour définir la résistance d'une personnalité au stress). Leur emploi s'applique à des objets mesurables et distincts ; il demande attention voire prudence dans son application aux choses humaines, notamment parce qu'il n'y a jamais retour à un état antérieur, mais aussi parce qu'une société, un

territoire ne sont jamais réductibles à une mesure, ou susceptibles d'être définis dans toutes leurs composantes. Une société peut être dite résiliente quand elle a les moyens de maintenir sa singularité dans le temps, quels que soient les chocs, les crises ou les contraintes d'origine extérieure ou intérieure qu'elle peut subir. Ceci signifie notamment qu'une société résiliente maîtrise ses échanges avec l'extérieur et qu'elle les gère plutôt qu'elle ne les subit, qu'il s'agisse de biens, de services, de capitaux, ou d'hommes, ce qui signifie encore qu'elle obéit à la loi qu'elle se donne et qu'elle décide de son orientation historique. Il est intéressant de noter que la résilience comme la cohérence sont directement fonction de la force des croyances, des appartenances, du patriotisme des individus (c'est l'un des enseignements de l'analyse des situations de sortie de crise, in « Fondation pour la recherche stratégique », rapport 491 du 21 septembre 2011)

Les thèmes de la résilience des sociétés et de la robustesse des territoires ont été imposés récemment par l'observation des effets du dérèglement climatique et par les effets sur la France et l'Union européenne de la crise bancaire, puis financière, américaine de 2007-2008, comme ils ont pu l'être aux Etats-Unis par le cyclone Katrina, ou encore au Japon par l'accident nucléaire de Fukushima. La société grecque sera-t-elle résiliente à la rigueur qui lui est imposée pour sortir de son surendettement public ? La Lettonie, privée de 20 % de sa population par le chômage et la crise (du fait de l'émigration, la population a décru de 2,4 millions en 2000 à 1,9 millions en 2011), le Portugal que quitterait plus du tiers de ses diplômés d'enseignement supérieur, sont deux exemples de sociétés que guette la non résilience. Ces effets découlent de la recherche de la croissance à tout prix, cause du recours massif, excessif, à l'endettement extérieur, source de dépendance stratégique, de l'universalisation du système de marchés financiers, et de l'interdépendance des marchés nationaux ou régionaux pertinents, facteur systémique de crise. L'interdépendance des économies financiarisées a provoqué l'extension et l'aggravation de la crise américaine de 2007, sa diffusion à l'Europe et au monde ensuite. L'extension du domaine des droits financiers à des sociétés et des territoires qui ne les connaissaient pas (du fait de l'indivision des terres, de la non formalisation des droits de propriété, etc.) touche la diversité humaine, et impose un modèle insoutenable dans la durée à des peuples qui lui étaient étrangers. Robustesse des territoires et résilience des sociétés sont les thèmes d'une écologie des sociétés humaines qui reconnaîtrait dans la diversité des unes et des autres, la condition de la survie collective et chercherait l'indépendance dans l'interrelation choisie. Identification et reconnaissance d'un espace stratégique bancaire, monétaire et financier sont les préalables à toute politique d'intérêt national et européen. Les revenus, les patrimoines, les liens sociaux, la souveraineté elle-même, y sont en jeu.

Il apparaît avec clarté au fil des échanges et des contributions que la primauté accordée à l'économie et à la croissance infinie dont la finance devrait assurer les conditions, est, non par excès ou par dérive, mais par nature, adverse à la résilience des sociétés et à la robustesse des territoires, parce que l'une et l'autre lui font obstacle. Ce n'est pas méconnaissance de la durée, ce n'est pas insuffisance des modalités, c'est opposition de nature. Le marché a changé de nature en devenant non seulement mondial, mais aussi isotrope, indifférent aux particularités des territoires et des sociétés, alors que les institutions et les organisations qui lui donnent ses cadres et ses règles demeurent nationales ou régionales et diffèrent nécessairement les unes des autres (constat qui a abouti à l'abandon effectif du « consensus de Washington », en raison du constat d'échec des politiques indifférenciées établi par exemple par Matt Andrews, in « Good government means different

things in different countries », Governance, Volume 23, Issue 1, January 2010). La logique abstraite des marchés financiers mondialisés ne connaît plus les limites que l'ordre social, la retenue ou la décence lui imposaient. Elle privilégie la satisfaction de l'individu sur la cohésion du groupe et ne reconnaît pas plus des territoires définis que des particularités sociales ou culturelles. Le système des marchés ne veut voir que des capitaux à investir et des projets à financer, des individus et des espaces. Les mutualités nationales ou régionales ne s'accommodent pas d'une finance mondialisée. La liberté politique des sociétés constituées en Nations ne s'accommode pas davantage du libéralisme économique mondialisé. La diversité des sociétés humaines est mise en danger par le développement d'un marché mondial de l'information, du divertissement et du droit. La robustesse des territoires est détruite par l'exploitation de la terre, de la mer, du sous-sol et de l'eau, biens collectifs privatisés et mobilisés sans limites pour le rendement financier qu'assure leur rareté croissante à leurs propriétaires. Cette analyse justifie l'emploi du mot « guerre » pour désigner les effets du type de croissance conduit par nos sociétés depuis le XIX^e siècle (par Michel Serres par exemple), d'abord contre les ressources naturelles et la biodiversité, mais aussi contre toute société qui refuse de l'adopter. Deux exemples sont significatifs :

- Les arrangements institutionnels, consécutifs à la grande dépression des années 1930, puis à la menace soviétique, avaient conduit à des compromis entre la rémunération du capital et celle du travail, ainsi qu'à la mise en place de systèmes de protection sociale fortement mutualisés sur une base nationale ; ces arrangements, effet de choix propres à chaque société, ont été remis en question au nom du rendement du capital et de l'ouverture des frontières, la mondialisation financière tendant à imposer ses règles en-dehors des choix de chaque société et à démutualiser les systèmes de solidarité nationale.

- Le libre-échange est une pratique économique, ni meilleure, ni pire qu'une autre dans son principe, dont la mise en œuvre dépend du moment et du secteur (voir Paul Bairoch). L'idéologie du libre-échangisme en fait un dogme, à l'avantage des pays détenant le portefeuille d'activités les plus avancées. Elle invalide et les droits d'une communauté sur son territoire, et la capacité de nouveaux entrants à développer leurs propres capacités productives, et l'autonomie des Etats-Nations à décider de leurs échanges avec l'extérieur, là encore au nom de l'efficacité économique et de la croissance sans limites du rendement du capital. L'anarchie mondiale des échanges interdit la transition écologique.

Le constat éclaire aussi la question posée ; ***ce n'est pas la dérive financière de l'économie qui pose problème, c'est bien l'économie et le marché comme système de relations fondées sur la croissance illimitée de la production de biens et services matériels qui sont en question.***

B) Que financer demain, et comment financer des projets collectifs ?

La question posée concerne plus précisément le financement de projets jugés utiles, nécessaires, voire vitaux, mais qui n'offrent pas de perspectives de rentabilité suffisantes et suffisamment assurées pour attirer des financements privés sur des marchés concurrentiels dans les cadres actuels. Elle s'applique au financement de la transition vers une économie décarbonée, sobre en consommation de ressources naturelles et protectrice de la nature et de la biodiversité. Elle intègre le sujet de la désindustrialisation, entendue comme une perte

du moteur de l'innovation et des gains de productivité, aussi bien que comme une possible mise sous dépendance extérieure. Elle prend en compte la refonte des infrastructures, des bâtiments existants, des réseaux physiques, le remplacement des outils industriels, mais aussi la nécessaire évolution du droit, notamment des droits de propriété, des mécanismes de formation des prix, des cadres et moyens de la volonté collective.

La question part du constat de l'inefficience des prix de marché et de l'allocation d'actifs qu'ils déterminent, et porte sur les moyens d'y remédier ; comment financer une transformation des bâtiments à cent ans, des infrastructures urbaines à 30 ou 50 ans, des réseaux physiques (eau, énergie) à 20 ou 30 ans ? La solution n'est pas de se dispenser par les financements publics administrés des indications de marché pour l'établissement des prix et des taux ; les expériences passées n'ont pas conduit pour rien, au cours des années 1980 et 1990, à considérer que la rencontre d'intervenants informés sur des marchés, organisés et réglementés pour assurer l'équité entre eux et la qualité des prix, assurait la meilleure allocation des actifs. La question est de déterminer les moyens par lesquels les marchés financeront les projets répondant aux préférences collectives à long terme, en reconnaissant que les marchés sont des institutions comme les autres, dont les sociétés disposent pour les faire concourir à leur projet. Elle conduit à examiner les cadres, les règles et les incitations actuellement en vigueur, ceux et celles qu'il faut créer, pour rendre finançable par le marché ce qui ne l'est pas aujourd'hui. Elle aboutit à réinstaurer les marchés, dans leur objet, leur cadre, leurs moyens et leurs modalités de fonctionnement .

La surprise vient de l'écart qui s'est creusé entre des préférences collectives manifestes, avérées, sanctionnées par les pouvoirs publics – par exemple, en France, par les engagements pris lors du Grenelle de l'environnement ; dans le monde, par les accords sur les chlorofluorocarbones (CFC) – et leur traduction par les marchés dans les projets d'entreprise. Au lieu d'être la place de rencontre et d'intégration des préférences individuelles et collectives dans les prix, le marché semble être un lieu de séparation où les préférences collectives s'effacent. Tout se passe comme si l'intermédiation financière, sur la base des délégations qui lui sont confiées et des incitations qui lui sont propres, introduisait un biais entre ces préférences et leur expression. Ce constat interroge la capacité des sociétés démocratiques à anticiper et à se prémunir de situations dont les populations n'ont pas (encore) supporté les coûts (Rajaram Raja, in « The Vienna Review », 11 mars 2012). Il interroge la gouvernance des marchés, il ne s'explique pas sans le mouvement de dérégulation et de virtualisation qui a désinséré les marchés des sociétés qui les ont créés, il interroge les délégations et les mandats qui sont au cœur du fonctionnement des institutions opérant sur les marchés avec l'argent des tiers, il pose en définitive la question du biais d'intermédiation et des asymétries d'information entre mandants et mandataires.

La surprise vient ensuite de l'absence remarquable des préoccupations de long terme dans les solutions les plus souvent évoquées pour une sortie de crise. Elles pourraient être la clé d'une confiance retrouvée et d'un appétit pour l'avenir, elles font défaut. D'abord parce que les actions engagées pour la sortie de crise, concentrées sur la régulation bancaire et financière, ne traitent que rarement des aspects macroéconomiques des activités financières (Nicolas Véron), encore moins de la nature des projets à financer. « Que faut-il financer demain ? » est la question centrale qui n'est jamais posée, sans doute parce que les doctrines qui s'affrontent, celle qui confie à l'Etat une fonction de répartition, aussi bien que celle qui voit dans toute intervention de l'Etat la menace du totalitarisme, respectivement

Keynes et Hayek, portent toutes deux sur les modalités de la croissance, jamais sur son contenu, encore moins ses limites.

Le propos le plus souvent tenu est de « financer la croissance », jamais d’agir sur le contenu et la qualité de cette croissance, ce qui constitue précisément le propos de ce rapport. Aucune proposition sur la croissance qui ne contienne un changement fondamental du contenu et des modalités de cette croissance n’a la moindre chance de contribuer au progrès.

La surprise vient enfin des solutions avancées pour mieux réguler, mieux contrôler, mieux financer. La banque, le crédit bancaire, l’intermédiation bancaire seraient le problème, et les marchés financiers, la solution ! En Europe continentale, qui n’a pas permis le développement de « la banque de l’ombre » (shadow-banking) et qui a maintenu le lien de proximité entre collecte et crédit, la perspective est paradoxale ! Comme le montre l’enquête annuelle de la Banque de France, et même si elles ont durci leurs conditions, non seulement les banques n’ont pas cessé de financer l’économie, mais les crédits aux PME et Entreprises de taille intermédiaire (ETI) ont augmenté en France entre 2007 et 2011. Comme le montrent les bilans des banques régionales, membres de groupes coopératifs, qui financent plus de la moitié de l’économie française en région, la majeure partie de la collecte dans une région est affectée à cette région, depuis le financement des collectivités locales jusqu’à celui des entreprises ; et cette congruence territoriale, parce qu’elle est dans la nature de banques régionales, enracinées, périmétrées, a contribué à la résilience de territoires tenus à l’écart des dérives observées sur les marchés financiers interconnectés, peu exposés à la contagion des mouvements internationaux, peu interdépendants. Un constat analogue s’appliquerait à nombre de pays européens continentaux. La proximité et le lien territorial expliquent une robustesse qu’aucun modèle de risques ne garantit ; le modèle de contrôle des risques de la banque JP Morgan, dit « Value at Risk », estimait le maximum de pertes possibles à 130 millions de dollars, pour des opérations qui ont entraîné dans la réalité une perte supérieure à 3 milliards de dollars (AGEFI hebdo.,24 mai 2012) ! Et pourtant, l’ensemble des dispositions proposées en matière d’exigence de capital (Bâle 3), de comptabilisation des fonds propres, de calcul des risques, etc., conduit à dégrader le lien territorial au nom d’une conformité abstraite; l’argent qui allait d’un épargnant de la région à une entreprise de la région à travers les livres de leur banque régionale, devra passer par le marché, c’est-à-dire par la finance directe, avec ses risques, ou par les circuits opaques d’une finance mondialisée qui saura percevoir ses commissions, générer des écarts de prix, et, surtout, subordonner le financement de l’activité dans les régions de France et d’Europe aux intérêts d’acteurs extérieurs. Ni la robustesse des territoires, ni la résilience des sociétés implantées sur ces territoires, ni l’autonomie locale et régionale, n’ont rien à gagner à cette nouvelle étape de la déterritorialisation financière imposée à la banque de proximité.

Ce rapport s’inscrit dans la perspective du financement de la nouvelle révolution industrielle qui doit assurer les conditions durables et saines à l’activité et à l’existence humaines, celles d’une économie décarbonée, protectrice de la diversité animale, végétale et humaine, ménagère des ressources ultimes, des espaces et de la nature. Ce financement répond à des nécessités de survie d’abord, de bien-être ensuite, il répond plus encore à des impératifs de compétitivité et de puissance à moyen terme, au moment où les Etats-Unis se placent dans la situation d’échapper pour le siècle à venir à la hausse des prix de l’énergie, à la volatilité et à la dépendance vis-à-vis des fournisseurs

extérieurs, une situation dont les conséquences économiques et stratégiques sont majeures, une situation qui reflète bien la mise en œuvre d'un choix collectif dans une économie de marché ! Le dérèglement climatique, la consommation de ressources naturelles non renouvelables, ou consommées à un rythme supérieur à celui de leur renouvellement, la dégradation du milieu de vie, de la diversité biologique et des services gratuits de la nature, la disparition de la diversité des sociétés humaines, constituent des atteintes d'abord à la robustesse du territoire, ensuite à la résilience de la société elle-même.

Ces éléments seront les données essentielles de toute activité économique et humaine dans les prochaines décennies, donc la clé de la compétitivité réelle des économies. La perspective d'un réchauffement climatique pouvant atteindre les 3° à 4° dans les trente ans à cinquante ans et dans le pire des scénarios considérés crédibles, a des conséquences dramatiques pour l'une et pour l'autre. La montée des raretés et la pression sur les ressources ultimes menacent directement le cadre de vie et le mode de vie des Français et des Européens. La confrontation la plus immédiate à la pauvreté viendra moins de la crise économique actuelle ou d'un accident climatique que d'un effet de ciseau entre l'appauvrissement financier réel de l'Europe, et la course aux biens naturels et aux ressources rares engagée partout dans le monde. Celle-ci ne peut se traduire autrement que par une montée des prix ; dans un premier temps au moins, il en coûtera plus cher pour tout, pour se chauffer, se déplacer, se nourrir, pour boire et même, pour respirer (le nombre de décès annuels par accidents respiratoires dus à la pollution de l'air est estimé en Chine à plus d'un million !) Dans un second temps, il est possible que l'accès à certaines ressources (eau, énergie, matières premières) soit subordonné à des droits ou des engagements divers ; l'argent ne suffira pas à garantir le mode de vie et la satisfaction des aspirations nées du système de la croissance infinie. L'éventualité d'une dislocation de nos sociétés résultant des contraintes apportées au mode de vie hérité de l'après-guerre et du compromis passé alors entre l'économie et la société, ne peut être écartée ; la sortie de l'économie de l'endettement est problématique... Dans une perspective de croissance économique modérée, l'évaluation des possibilités réalistes offertes par l'adoption des meilleures techniques disponibles pour assurer la fourniture d'énergie, la mobilité, le logement, etc., dans des conditions compatibles avec la qualité du milieu de vie, doit permettre de déterminer les règles et les lois qui donneront aux acteurs privés la visibilité nécessaire pour engager le financement des projets de la nouvelle révolution industrielle, alimentaire et urbaine, dans les cadres publics et privés, de moyen et de long terme, les mieux adaptés. De même que la paix a été l'obsession de la haute finance au cours du XIX^e siècle (Karl Polanyi, in « la Grande Transformation »), de même la transition vers un nouveau régime industriel devrait devenir l'obsession d'investisseurs et d'entrepreneurs lucides ; leur propre survie, avant même la rentabilité de leurs projets, s'y trouve en jeu. La banque et les marchés financiers peuvent-ils intégrer ce nouveau paradigme, la loi peut-elle les y inciter efficacement, la régulation peut-elle modifier, non les modalités des financements, mais la nature des projets à financer, dans le sens d'une activité durable et soutenable ? Ce rapport conclut que cette transformation est possible, que la crise la facilite, mais qu'elle demande une révision fondamentale des illusions économiques récentes, et d'abord de celle du marché autorégulateur.

Dans cette perspective, ce rapport conclut à l'urgence d'une régulation des marchés financiers, davantage qu'à celle des banques, à un examen nécessaire des effets de la libre circulation des capitaux, au rétablissement de liens territoriaux entre

les bassins d'épargne, les institutions de marché et les projets en quête de financement.

C) Quelles sont les priorités d'une réforme des systèmes de financement ?

Ce rapport s'inscrit dans la perspective d'une défense de l'intérêt commun, national ou européen, dans le nouvel espace stratégique des marchés financiers, identifié comme un espace où la puissance, l'influence, l'indépendance, sont en jeu, parce la valeur de la monnaie et la confiance dans la signature de l'Etat, parce que la valeur des patrimoines, le niveau des revenus, la propriété des actifs, sont en jeu.

L'objectif est de rendre la finance plus efficace, ses acteurs plus utiles au service des priorités collectives. Cet objectif commande d'évaluer la contribution de la finance non sur des critères intrinsèques, autoréférentiels, mais en fonction de ses effets. Il commande de refuser le principe selon lequel tout ce qui est techniquement possible est fait, tout ce qui est nouveau est bon. Il a pour préalable un regard critique sur l'ensemble du processus dit « de modernisation » engagé depuis les années 1980, une appréciation lucide sur les créations aussi bien que sur les destructions de valeur réalisées par la finance de marché, une évaluation réaliste des gagnants et des perdants d'une dérégulation jamais considérée de l'extérieur.

Cette perspective oblige à revenir sur la crise récente, ses responsables, ses coupables, parce que la crise récente est l'une des attaques les plus brutales et les plus violentes qui aient eu lieu, en temps de paix, contre la société française et les sociétés européennes, contre leur capacité à vivre selon leur choix et leurs préférences sur leurs territoires et dans leurs frontières. Du village de Vik, en Norvège, ruiné par les produits structurés vendus par les banques américaines à la banque norvégienne qui le conseillait (voir le film « When bubbles burst », avril 2012), aux Grecs qui se voient dépossédés de leur souveraineté par un endettement public en effet excessif, la prise de pouvoir des créanciers sur les débiteurs, dûe en partie à des manipulations de marchés et des abus de confiance répétés, pose des questions qu'un début de reprise, un redémarrage d'activité, n'effaceront pas. La renationalisation des marchés de dette publique, la lutte contre les ingérences extérieures dans les choix européens, les limites apportées à la mobilité internationale des capitaux et à l'interdépendance des économies, dessinent les lignes d'un paysage financier nouveau.

Toute réflexion de ce type commence par l'appréciation du moment. Elle est cruciale par rapport à notre objet. Elle définit la perspective dans laquelle peuvent s'inscrire les réformes, doivent s'inscrire les propositions.

Nous vivons un moment où les généralités, les approximations et les confusions sont la source d'erreurs graves. Les systèmes bancaires français, allemands, et plus généralement d'Europe continentale, sont devenus une cible. Ils n'ont pas de responsabilité directe dans le déclenchement de la crise, crise bancaire américaine, crise de l'endettement privé américain, nationalisée d'abord puis exportée dans le monde ensuite. Si certains établissements ont commis des erreurs, si certains, notamment français, ont fait jouer les effets de levier dans des proportions manifestement déraisonnables, procédé à des opérations dont ils ne maîtrisaient pas toutes les composantes (notamment à travers des

filiales qui devaient les exonérer de leur responsabilité), pris un risque de transformation exagéré en finançant trop d'actifs à long terme avec des ressources à court terme, notamment dans leurs opérations internationales, comptabilisé plusieurs fois les mêmes fonds propres pour couvrir des activités différentes (dans la banque – assurance par exemple), si certains ont été effectivement sauvés de la faillite au nom de « l'aléa moral » par le « bail out » organisé par les pouvoirs publics, ces situations n'ont pas à ce jour entraîné de risque systémique dans les pays concernés. La course à la taille de bilan a manifestement provoqué des excès, le bilan de certaines banques européennes représentant plusieurs fois le PIB de leur pays d'origine ! Les liens entre financements publics, monnaie et banques commerciales concentrées ont manifestement été resserrés au-delà du raisonnable ! Une plus grande diversité des modes de financement de l'économie et des acteurs concourant à ce financement est sans doute utile ! ***Mais la destruction de systèmes régionaux et nationaux pour une mise en conformité à un modèle universel directement impliqué dans la crise est paradoxale !*** Des inquiétudes, voire une panique venue de l'extérieur ou des opérations de déstabilisation intéressées mais ponctuelles ont certes provoqué des difficultés de refinancement, et appelé des concours des Etats ; toutefois, en France (contrairement, par exemple, à la Grande-Bretagne, à l'Espagne ou à l'Allemagne, et à l'exception de Dexia), ces concours ont tous été remboursés avec intérêt (leur seul coût réel ayant été le maintien des taux d'intérêt à niveaux artificiellement bas, au détriment des investisseurs). Le paradoxe veut que, pour tenter de sauver des systèmes bancaires américains et britanniques à l'origine de la crise et en danger systémique, les banques d'Europe continentale soient soumises à des ratios de capital et surtout, de liquidité (ratio dit Bâle 3), qui limitent leurs concours à l'économie ! Le paradoxe est que ces ratio désavantagent les banques européennes par rapport à leurs concurrentes américaines, et vont imposer à l'Europe continentale un modèle de financement de marché qui n'est pas le sien ! Au nom d'une globalisation qui ne reconnaît pas les légitimes différences nationales et régionales, des experts australiens, américains et chinois (à l'instar des trois dirigeants du Comité de Bâle) décident des normes appliquées au système bancaire européen !

Nous vivons un moment où un consensus superficiel – « tous contre la banque et la finance ! » - recèle un piège stratégique – détruire notre modèle historique de financement par le crédit bancaire - et fait oublier la valeur apportée par un système bancaire territorialisé, périmétré et sous contrôle public. Ledit consensus fait également oublier l'apport de l'innovation financière, l'utilité des preneurs de risques par lesquels advient l'innovation, qui s'appellent aussi spéculateurs, et cette réalité ; les marchés des droits financiers n'existeraient pas sans le droit, sans l'autorité de l'Etat et de la force publique. Le rappeler éclaire l'histoire ; les marchés n'ont pas pris le pouvoir, du pouvoir leur a été donné, pour des raisons à la fois politiques, économiques et conjoncturelles ; les désastres récents des économies administrées y sont pour beaucoup, et ce n'est pas par usurpation ou coup d'Etat, mais par choix politique inscrit dans l'infrastructure juridique et technique qu'une fonction centrale d'allocation des ressources, de mesure du risque et de formation des prix a été confiée aux marchés financiers. Les Etats-Unis ou la Grande-Bretagne ne sont pas les seuls pays qui fournissent des exemples convaincants d'une interpénétration de la haute banque (nommée banque d'affaires, puis banque d'investissement, devenue hedge fund, société de private equity, etc.), de l'administration et des gouvernements, qui orientent la décision publique vers la mise sous tutelle de l'intérêt national par la seule approche financière.

Nous vivons un moment où les modèles de financement de l'activité par crédit bancaire, qui n'ont en rien contribué à la crise, comme les connaissent majoritairement l'Allemagne, la France et les autres pays de l'Europe continentale, vont devoir faire place à un modèle de financement par les marchés, tel qu'il fonctionne aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne, et tel qu'il est directement à l'origine et à l'extension de la crise ! Avec le concours de la Federal reserve, l'Etat fédéral américain a d'abord nationalisé une crise de l'endettement privé ; grâce à l'innovation financière et à la titrisation, les banques américaines ont utilisé tous les canaux des marchés financiers pour internationaliser une crise de la dette américaine devenue nationale ; de sorte que la plus large part des pertes sera supportée par les investisseurs extérieurs, qui n'ont pas vu et compris la manœuvre de déport de la crise sur l'extérieur.

Le déploiement d'une stratégie agressive de transfert de la crise et de déport des coûts et des responsabilités est manifeste. L'Union européenne n'a pas à subir des effets d'errements qui ne sont pas les siens

D) Faut-il en revenir aux financements administrés ?

L'opinion répandue veut que les dérives de la finance de marché constituent l'obstacle déterminant les difficultés de financement des projets à long ou très long terme, de même qu'elles menacent la résilience des sociétés humaines et la robustesse des territoires. Cette opinion accorde à la finance de marché une autonomie qu'elle est loin d'avoir, sinon par défaut ; elle méconnaît l'histoire du transfert au marché d'une part des responsabilités publiques voulue et gérée par les administrations (décennies 1970-1980), elle évite d'interroger les préjugés, les idéologies, aussi bien que les préférences à l'origine des dérives par ailleurs précisément constatées. Elle dégage les responsabilités des dirigeants et des acteurs de ce qu'il est convenu d'appeler « les marchés », abstraction commode, conforme, et complaisante.

Des éléments très divers, mais convergents, du vieillissement de la population à l'isolement des individus, du culte du changement à la virtualisation du réel, du mondialisme au culte du dépassement de toute limite, sont les origines de quatre phénomènes historiques majeurs :

- la destruction agressive des sociétés traditionnelles, des coutumes locales et de la diversité collective au nom du développement économique et humain, aboutissant à une synchronisation planétaire (toutes les sociétés humaines vivant les mêmes évènements au même moment) ; ce mouvement de banalisation est résumé par le titre de l'ouvrage de Thomas Friedman, « Le monde est plat » ; ***la négation de l'histoire et de la géographie qu'il contient n'épargne pas les sociétés occidentales ; elle est responsable de quelques-unes des erreurs les plus graves des politiques macro-économiques, notamment la promotion d'un modèle universel de « bonne gouvernance », erreurs désormais reconnues par les institutions internationales elles-mêmes ;***

- la rupture des liens territoriaux sous le signe de l'urbanisation, de la délocalisation et de la mondialisation, la peur du déracinement étant positivée en éloge de la mobilité, la délocalisation devenant l'une des sources majeures de la rentabilité des entreprises et des fonds d'investissement. Le culte du changement est destructeur des structures sociales, des

cultures et des institutions humaines, et leur mobilisation économique réduit des territoires au rang d'espaces ; on en trouve aussi l'expression dans le bousculement des structures publiques et des institutions à travers l'Europe, au nom de l'efficacité – mais surtout au nom de l'intérêt d'un secteur marchand en mal d'activité.

- la préférence pour le court terme auquel la finance a donné de puissants moyens, résultant davantage du doute sur un progrès inéluctable que de l'individualisme (le progrès, qu'il soit technique par la science, économique par l'enrichissement, politique par la révolution, est pour beaucoup d'Européens sorti du domaine du croyable); nos sociétés ne sont plus aspirées par l'avenir, elles sont tenues par la dette, résultat de leur préférence pour le présent. Le temps n'est plus le lieu où se déploie l'orientation historique, il est une menace individuelle. Ce n'est pas la finance, c'est la société des individus et ses préférences collectives qui retournent la question ; pourquoi financer des projets dont nous ne bénéficierons pas directement demain?

- la disparition des limites que les frontières, les croyances, les communications ou le temps imposaient aux convoitises humaines. La virtualisation des actifs financiers, qui correspondent à des droits émis sur des actifs réels de toute nature, autorise et encourage des accumulations et des profits sans aucune limite, puisqu'ils sont virtuels et puisque le culte de l'individu « libéré » les légitime ! La pression mise sur les actifs réels est à la fois invisible, irresponsable, et forte ; la loi du rendement maximal de tout capital investi gagne de proche en proche des secteurs d'activité et des catégories d'actifs qui en étaient protégés et auxquels elle n'avait aucune raison d'être appliquée (l'exemple du marché international des terres arables questionnant directement la souveraineté des Etats et le droit des peuples).

C'est une conclusion de ce rapport ; la mise en cause indifférenciée de la finance et de la banque a pour effet direct d'éviter un examen lucide des conditions idéologiques, politiques et sociales qui ont assuré la primauté de l'économie et du système de marchés financiers, au service de la croissance infinie, ce qui lui interdit tout débouché pratique significatif. L'une et l'autre ne seraient rien sans le droit d'abord, l'autorité publique ensuite et moins encore sans le consentement collectif à l'endettement et la facilité politique des engagements de dépense publique. Financer la transition écologique sera l'effet des préférences des acteurs exprimées sur le marché, un marché dont les modalités seront réinstituées pour éliminer les biais de court terme et les prises illégales d'intérêts.

De sorte que le vrai sujet de ce rapport serait celui du lien collectif et intergénérationnel, de la condition politique issue du libéralisme et de l'avènement de l'individu, dont la finance de marché n'est qu'une annexe technique. La démocratie de l'avènement de l'individu est-elle capable de long terme ? Le droit à la stabilité, la confiance, à la sûreté morale et sociale, n'est-il pas un droit aussi important que le droit à la mobilité et au changement, qui le détruit ? L'unité interne de sociétés diverses entre elles n'est-elle pas une condition de leur résilience ? Ces questions n'entrent pas dans l'objet de ce rapport, elles portent sur le pouvoir que nos sociétés doivent retrouver sur nos libertés, ce sont les questions qui déterminent toutes les autres.

E) Comment reconstruire le cadre politique de la décision financière ?

Le point déterminant du basculement des sociétés occidentales dans le régime des marchés financiers a été exprimé par M. Lloyd Blankfein, Président de Goldman Sachs, quand il a déclaré : « je fais le travail de Dieu ». Il entendait par là qu'il assure le fonctionnement du monde en lui révélant sa vérité à travers les prix de marché. Il énonçait avec provocation une réalité ; il n'y a pas de complot des marchés, il y a des professionnels salariés qui font le travail pour lequel ils sont payés ; investir dans les meilleures conditions l'argent qui leur est confié. Et il exprimait un constat : des milliers de décisions décentralisées approchent davantage la réalité que les choix de quelques-uns. Le mode de gouvernance inédit des sociétés modernes, et notamment de l'Union européenne, consiste à rechercher à l'extérieur de la communauté politique une règle, de manière à ce que le système fonctionne tout seul (Pierre Manent, cours à l'EHESS, 2011). Les règles dites « du traité de Maastricht », l'adoption de la règle dite « règle d'or » interdisant les déficits budgétaires, la responsabilité donnée aux agences de notation dans l'évaluation des ratios de fonds propres des banques, illustrent la dérive qui consiste à enlever aux sociétés politiques la responsabilité de leurs lois pour les confier à des autorités ou des systèmes extérieurs, supposés supérieurs. Quand elles sont manipulées ou détournées par des intérêts particuliers, elles sont autant de limites à la démocratie et d'entorses à la souveraineté des peuples.

La remise au marché des clés du fonctionnement de la société depuis les années 1970 est centrale ; ***c'est une autre conclusion de ce rapport que de juger le double principe de vérité des prix de marché et d'autorégulation du marché, sans cadre territorial et sans contrôle social, comme l'une des principales raisons du désinvestissement dans les choix collectifs et dans l'expression des priorités politiques.*** La transition écologique ne sera pas réalisée sans les unes et les autres.

Cette absence de référence extérieure à l'institution du marché finit par délégitimer l'action collective et le choix politique. Elle ne répond pas, notamment, au problème de la justice et à la question des limites, qui sont les sujets essentiels de la résilience d'une société et de la robustesse d'un territoire. Juger n'est pas mesurer, et les comptes n'ont jamais produit la justice. Elle répond encore moins à la question technique de savoir comment assurer la qualité du prix de marché comme information aux acteurs économiques, fondement de la théorie économique des choix rationnels. Ainsi, depuis cinq ans, et du fait notamment d'une volatilité manifestement désordonnée, ***les prix de marché tels que les systèmes de marché les établissent, ne fournissent plus des indications réalistes quant à la valeur des actifs sous-jacents. Ils ont perdu leur valeur d'information et d'incitation pertinente pour les acteurs de l'économie réelle, entrepreneurs, investisseurs, assureurs !*** C'est le contraire qui est vrai ; les indications données par les prix de marché sont un facteur essentiel de la mauvaise allocation des ressources et, surtout, de la dépense du monde qui s'accélère encore, malgré son caractère insoutenable !

Or, le problème particulier auquel s'attache ce rapport est le suivant ; aucune des notions d'ordre collectif que sont « la résilience des sociétés » ou « la robustesse des territoires » ne figure en aucune manière dans les éléments pris en compte par la finance de marché, ni comme objectif (« ça rapporte combien ? »), ni comme condition (« où sont les règles ? ») Ce sont des externalités, des effets déterminants mais gratuits, qui n'apparaissent pas dans les comptes, et qui sont traités comme s'ils n'existaient pas. Il faut

généraliser ce constat des points aveugles. Nos économies, nos sociétés même à travers les indicateurs de leur « performance », continuent de vivre selon la promesse du libéralisme ; substituer à la guerre contre l'ennemi pour la défense de son territoire ou pour la conquête d'un territoire, la guerre par la science contre la nature et par le marché contre la gratuité, pour la croissance. La rareté des biens naturels comme la survie humaine n'ont pas de prix, ce qui signifie que le système de l'argent privilégie un choix fructueux à court terme, dévastateur à long terme, à un choix salutaire à long terme, peu ou pas rentable à court terme (l'expression technique dit que nous vivons avec un taux d'actualisation élevé) ; le développement des cultures destinées à fournir des biocarburants est l'exemple de ce qu'un arbitrage de marché : « nourriture contre pétrole » peut produire, notamment celui d'indexer les prix des denrées alimentaires sur le cours du pétrole !

Dans cette perspective, la place prise par la comptabilité à valeur de marché, désastreuse dans son principe, est plus symptomatique que déterminante ; ces dispositions comptables ne font que refléter un système et des principes qui n'intègrent pas la valeur de la biodiversité, des services gratuits de la nature, de la proximité territoriale, moins encore de ces notions politiques que sont la souveraineté, la liberté, l'identité, etc. Au nom du rendement du capital, le marché étend le domaine des droits financiers, en même temps qu'il accroît la pression sur la mobilisation des ressources et leur liquidation, ce qui a pour effet d'étendre et d'intensifier les relations de marché, dans une relation autoentretenu. ***On dépensait de l'argent pour acheter le monde (biens réels), on dépense le monde pour avoir de l'argent !*** L'espoir de voir les marchés autorégulateurs faire évoluer la situation dans un sens positif, simplement par les prix, doit être abandonné ; dans les cadres actuels, les acteurs de marché européens n'ont aucune raison de s'engager dans le financement de la transformation du mode de vie, de production et de services ! Les faits condamnent toute approche considérant que seul le marché pourrait gérer les raretés (par les prix) ; le marché n'a jamais empêché la disparition d'espèces animales du fait de leur exploitation, il n'empêchera pas l'épuisement de ressources naturelles ou la dégradation du milieu de vie (à l'exemple des niveaux de pollution de l'air à Beijing, provoquant tant d'affections respiratoires qu'elles ont par exemple contraint les autorités à supprimer 400 vols le 17 décembre 2011, 180 de nouveau le 7 janvier 2012, et à interdire aux employés travaillant en étage élevé de descendre dans la rue le midi !), pas plus que les mécanismes de marché n'assurent la justice ou ne prennent en charge le fonctionnement social.

Il est significatif que plusieurs personnalités qui ont participé à cette étude citent spontanément « l'éducation et la transmission » comme un des éléments de la résilience de nos sociétés le plus gravement en cause (Valéry Jost) ; mais comment prendre en compte l'investissement dans l'éducation, comment fixer un niveau de rendement attendu de la transmission familiale, sans tomber dans la confusion qui imposerait à l'université ou aux administrations les critères de gestion des sociétés privées (voire, qui donnerait un prix aux écoles selon les salaires futurs obtenus par les diplômés). La question posée implicitement est centrale ; pour confier aux marchés l'essentiel de leur fonctionnement, nos sociétés doivent mettre en place et faire fonctionner une infrastructure institutionnelle extraordinairement sophistiquée et développée, mais invisible ; sécurité des contrats, des personnes et des biens, consentement individuel, capacité d'arbitrage, etc. Mais comment les financer, comment les assurer, si le marché ne paie pas pour ses propres conditions de fonctionnement, si ce qui n'a pas de prix n'a pas de valeur ?

Tout aussi significative du biais introduit par la finance de marché et l'idéologie du prix de marché dans les choix publics est la politique de placement international de la dette, l'Etat choisissant de réduire le coût de financement de la dette publique en la plaçant à plus de 70 % auprès d'investisseurs non-résidents sans que jamais la dépendance nationale ainsi consentie à l'égard des agences de rating et des gérants de fonds étrangers n'ait été prise en compte ; indépendance et souveraineté nationale n'ont pas de valeur comptable. (L'argument justifiant la démarche par le fait qu'elle fait porter les conséquences d'un éventuel défaut sur la dette par l'extérieur doit être pesé à ses conséquences géopolitiques...)

Le point est important, car il conduit à relativiser l'approche par les externalités – c'est-à-dire l'idée selon laquelle le prix de marché pourrait intégrer la totalité des effets aujourd'hui gratuits d'une activité. Progresser en ce sens est une nécessité ; améliorer les indicateurs de la valeur des activités et des stocks est utile, mais l'idée selon laquelle toute l'information sera comprise dans un prix est fautive, et dangereuse. Elle est porteuse de la confusion en vertu de laquelle le prix de marché peut réguler toutes les relations humaines. L'approche libérale consiste à donner une valeur comptable à ce qui n'en a pas, c'est-à-dire à faire entrer dans le monde des comptes ce qui ne se compte pas. Les tentatives de comptabilité des biens naturels (animaux sauvages, biodiversité, etc.) se réfèrent à cette approche, de même que les essais de chiffrage du coût du réchauffement climatique, ou de la valeur d'un diplôme d'études supérieures (évaluation du revenu professionnel futur, qui permet d'asseoir un crédit pour financer le cursus correspondant, selon le système en vigueur aux Etats-Unis, notamment). Cette approche, adoptée stricto sensu, est réductrice, banalisante, et participe surtout au mouvement de mise en équivalence monétaire généralisée qui est l'origine de la financiarisation déplorée par ailleurs. S'efforcer de faire entrer la totalité des activités et des relations humaines dans l'univers du marché, c'est postuler l'équivalence de toutes les actions et de toutes les relations, ce qui consiste à essayer de résoudre la crise par cela même qui l'a provoquée !

Essayer d'étendre encore le système de prix et l'approche économique, c'est se tromper sur la nature de la crise qui ne procède pas de défauts du marché, mais de l'extension illimitée du système de marché. C'est s'engager sur la voie dangereuse de la privatisation de tous les biens collectifs, y compris le climat, la biodiversité, etc. et c'est ajouter à « la tragédie des biens communs », étudiée par ailleurs (par exemple par Garrett Hardin, in « The tragedy of commons », n° 162, revue Science, décembre 1968). C'est concourir à l'économisation du monde, c'est-à-dire à l'instauration d'un régime dans lequel le rendement du capital investi définit les normes du bien, du vrai et du bon – en d'autres termes, à effectuer le mélange contre nature de la morale et de l'efficacité, qui se finit toujours par la primauté de l'efficacité sur la morale. La solution sera de restaurer une certaine mais véritable autonomie des sociétés humaines par rapport à l'économie, c'est-à-dire la primauté de leurs choix collectifs sur les incitations économiques et des biens communs sur les biens privés. Ceci suppose la maîtrise des espaces par les communautés résidentes, ce qui en fait des territoires, à l'intérieur de limites ou de frontières définies. Cela suppose également la continuité des choix dans le temps de ces communautés, en relation avec leur singularité et leur identité. Cela suppose enfin de reconnaître la diversité des sociétés, même interdépendantes, car autonomie ne signifie pas autarcie, comme principe des relations internationales supérieur au libre-échange, au droit d'ingérence, etc. (comme préconise de le faire l'Organisation de l'Unité Africaine).

Les moyens sont connus, mais problématiques, parce qu'ils supposent de rompre avec une certaine naïveté libre-échangiste qui a envahi l'Union européenne depuis trois décennies. Traiter de la robustesse des territoires ne signifie rien si les droits de propriété sur le foncier, d'exploitation du sol et des ressources du sous-sol sont l'objet d'un marché des droits financiers largement dérégulé. Traiter de la résilience des sociétés n'est rien sans un droit effectif des communautés humaines à choisir ce qu'elles acceptent et ce qu'elles rejettent de l'extérieur, et à affirmer et appliquer des droits collectifs supérieurs aux droits individuels. ***C'est une conviction forte de ce rapport ; l'extension du système de marché à des biens, des relations ou des ressources qui ne sont pas dans le marché aboutit à aggraver la situation lorsqu'il n'est pas possible d'échanger certaines aménités environnementales. Il s'agit au contraire de soustraire, par la loi, par l'usage et par la limite, des biens et services communs au marché mondial des capitaux et des risques.*** Une part de l'industrie dite « de la finance responsable » semble inconsciente des effets avérés de ses tentatives de faire rentrer dans le marché ce qui n'est pas du marché, comme les préférences collectives, les choix de société, etc. et à étendre, sans doute inconsciemment, ce principe ; « ***ce qui est bon pour le rendement est bon pour la société*** », avec pour corollaire « ***ce qui est bon pour la société doit être bon pour le rendement*** ». La formule : « nos valeurs ont de la valeur » résume ce glissement de sens.

F) Une conviction déterminante ; la transformation des structures est vitale

Envisager d'agir pour permettre « le financement de sociétés résilientes et de territoires robustes » obéit à deux convictions différentes, sinon contradictoires, qui conduisent à des propositions diverses par leur ambition, leurs conditions de réalisation :

-La conviction que le système de la croissance infinie que sert l'économie financière mondialisée n'est pas viable à terme, et même, qu'il pose la question de la survie humaine (en premier lieu, du fait du réchauffement climatique, signe d'une dépense du monde insoutenable ; en second lieu, du fait des présupposés implicites de son fonctionnement, à savoir une infrastructure du droit et de la force à compétence universelle, capable de faire valoir des droits financiers mondialisés sur les biens réels, présupposé qui nous paraît erroné parce qu'adverse au mouvement d'autonomie des sociétés humaines à l'égard de toute loi extérieure. Cette conviction appelle une mise en cause globale des incitations et des représentations qui font fonctionner le système de l'économie, elle requiert une transformation radicale du cadre dans lequel opère le système financier, non de l'intérieur (réformes, régulations, etc.) mais de l'extérieur ; il s'agit de changer le cadre et l'objet des activités bancaires, financières et de gestion (par le réexamen des conditions du libre-échange, des mouvements de capitaux, de la privatisation des biens communs, de la création de monnaie, etc.) Elle considère que la sortie de la crise vers un monde plus stable et plus durable suppose de quitter le cadre conceptuel actuel pour rendre aux sociétés humaines l'autonomie que l'idéologie du développement et de la croissance sans limites leur a fait perdre.

-La conviction que le système efficace et performant d'allocation des ressources identifié au « libre marché mondial », par nature universel et ouvert, a été déformé et perverti par la financiarisation excessive. Il faut réformer, mais à l'intérieur du cadre conceptuel actuel (Stiglitz, Lamy). Cette conviction appelle une critique des « dérives », des « excès »,

d'un système qui serait globalement bon (« le seul qui marche ») mais aurait subi des erreurs d'incitation qu'il suffirait de corriger (la restauration de l'ordre économique et monétaire libéral, dit « naturel », au moyen des institutions et des règles publiques, est notamment l'objet de l'ordoliberalismus allemand). Elle aboutit à conforter et même, à étendre le régime de marchés financiers au-delà encore de ses limites actuelles ; elle considère notamment que l'entrée dans le marché des ressources tenues pour gratuites constitue la solution à la question des nouvelles raretés et à celle de leur gestion.

Les analyses contenues dans ce rapport se situent dans la première perspective. Elles considèrent que la redécouverte des limites et de la primauté du politique est la vraie condition de territoires robustes et de sociétés résilientes ; les moyens suivront la volonté. Il convient de le rappeler, aux limites de ce rapport et de notre mission ; affirmer que le marché est le mode naturel des relations humaines est faux.

Comme Maurice Godelier l'a montré après Thurnwald et bien d'autres (in « Au fondement des sociétés humaines »), dans une société humaine, les biens qui ont une réelle importance sont ceux qui se transmettent d'une génération à une autre, ou ceux qui se donnent, dans un échange rituel, amical ou familial. Ce qui se vend n'est pas sans valeur mais sans importance. Le marché est une construction sociale, une institution comme une autre ; l'un des points aveugles de nos sociétés est la mise en place du marché comme système universel de relations, ce qu'il n'est pas, ne sait pas être et ne peut pas être. L'institution du marché doit être refondée dans son utilité et sa convenance au service de la diversité vitale des sociétés humaines qui l'emploient.

IV – Analyse des auditions

Sur la base de plus de quarante auditions conduites de décembre 2011 à février 2012 auprès de personnalités diverses, professionnels du monde de la finance et des marchés, du droit et du chiffre, de la gestion et de l'investissement, ce rapport établit quelques constats et propose plusieurs actions.

A) Les origines des dérives du système de financement

« Les marchés financiers non seulement ne sont pas au service des sociétés humaines, mais ils les dominent par la dette, et ils entraînent la surexploitation des ressources et la dégradation des territoires ». L'opinion résumée ici est largement partagée, y compris par des acteurs éminents des marchés, elle désigne un état actuel jugé non satisfaisant, sans en indiquer les causes, elle renvoie à un étrange consentement des sociétés occidentales à leur mise sous dépendance par la dette extérieure, et à une situation passée qui aurait été différente, si ce n'est meilleure. Elle interroge donc les origines de la situation présente.

1 – La mise en place d'un système planétaire déterritorialisé

La plupart des interrogations sur le financement de l'économie et des choix collectifs, en 2012, comportent un préjugé au moins implicite ; « c'était mieux avant ». Ce préjugé critique s'explique par une raison simple ; **les financements administrés d'une économie nationale orientée par le Plan rendaient l'avenir prévisible et lisible par les acteurs de l'économie** ; « on savait où on allait », rappelle un industriel. « Les priorités collectives et la volonté nationale trouvaient les moyens de leur financement », dit un élu qui considère que dorénavant, les marchés dictent des priorités et des choix qui ne concordent plus avec ceux de la société et de la Nation. D'un cadre connu à un cadre incertain, d'une hiérarchie des acteurs à une dispersion des acteurs, d'une lisibilité fondée sur la volonté politique à une imprévisibilité gérée par les marchés, le passage est violent et les difficultés d'adaptation ont été sous-estimées, d'autant que les résultats sont ambigus, voire négativement ressentis. Le prix de l'incertitude est élevé, et ne cesse de grandir. La nostalgie en est l'effet le plus certain.

Ces critiques, précisent leurs auteurs, portent non sur les marchés financiers en eux-mêmes, techniques de formation des prix et d'allocation des ressources parmi d'autres, de même que celles qui mettent en cause les banques ne portent pas sur le métier bancaire, essentiel s'il en est, mais sur les dérives que les unes et les autres auraient connues depuis trente ans, qui les auraient fait sortir de leur fonction, de leur utilité et de leurs cadres. Les principaux points de rupture successivement intervenus en ce sens doivent être rappelés :

-La fin de la convertibilité du dollar en or en août 1971 (administration Nixon) met fin aux engagements de Bretton Woods. Elle constitue le point de départ de la financiarisation des économies. Elle libère les Etats-Unis de la contrainte de la dette publique ; le lien entre le

dollar et tout actif réel est rompu, ce que certains considèrent comme le début de la financiarisation de l'économie par les acteurs de marché, d'autre comme une agression américaine conférant au dollar un statut exorbitant du droit commun et autorisant les Etats-Unis à vivre à crédit sans en payer le prix – c'est-à-dire à consommer des ressources sans payer le prix de leur rareté, et à émettre des dollars sans avoir à s'interroger sur la performance de la société et de l'économie sous-jacentes ; le paradoxe veut que les Européens aient été particulièrement friands d'une économie d'endettement qui leur a permis de multiplier les engagements sociaux et la dépense publique, sans la payer.

-La loi de 1973 en France organise la **privatisation de l'émission de monnaie** (par le monopole bancaire du financement des déficits publics). La loi interdit les avances de la Banque de France au Trésor. Passée relativement inaperçue (les débats parlementaires de l'époque en témoignent), cette loi est structurante ; pour plusieurs des personnes auditionnées, elle signale même « la fin d'une certaine conception de l'intérêt général et de la Nation ». Elle sera pourtant reprise presque intégralement dans le traité de Maastricht de 1992, instituant l'indépendance de la banque centrale européenne (BCE). Elle contribue à placer les politiques publiques sous le contrôle des « marchés », terme vague qui désigne les investisseurs, que le choc pétrolier rendra de plus en plus massivement extérieurs, en réalité les banques, intermédiaires désormais obligés du financement de la dette publique. Elle a permis aux établissements bancaires des gains substantiels en empruntant à bas prix à la Banque centrale pour financer à prix élevé le Trésor public ou l'activité. Que serait aujourd'hui la dette publique, sans le coût de son intermédiation bancaire ? Elle prendra une toute autre dimension du fait de la création de l'euro, qui interdit le changement des parités monétaires avec les autres pays de l'Union adhérant à l'euro, par dévaluation ou réévaluation, supprimant ainsi l'un des outils de la politique monétaire. Cette décision dans ce contexte place la Nation sous la dépendance de l'intermédiation bancaire (plus que des marchés financiers eux-mêmes, comme il est trop souvent affirmé, un petit nombre de banques s'interposant entre l'Etat et le marché au nom d'une « capacité de placement » théorique, en partie dépassée par les techniques de vente directe, notamment par internet). L'explosion des bilans bancaires, le syndrome du « too big to fail », y trouvent leur source, au moins autant que dans la confusion des métiers de la banque universelle. ***Le pouvoir de création monétaire donné aux banques est une étape du dessaisissement de la souveraineté des Nations, et de la financiarisation des économies, il a contribué à la maîtrise de l'inflation et la protection des valeurs d'actif.***

-La dérégulation bancaire et financière des années 1980, partie de Londres (gouvernement de Margaret Thatcher) détruit les cadres nationaux dans lesquels opéraient les marchés boursiers ; les singularités nationales ou continentales qui s'exprimaient dans des modèles de marché différents disparaissent ; ***la modernisation boursière est d'abord cette banalisation qui veut que des achats et ventes de titres puissent être réalisés dans les mêmes conditions à Singapour, à Tokyo, à Paris ou à Wall Street - partout.*** Au nom de la modernisation des structures et des techniques, le mouvement du « big bang » de la City (1986) met vingt ans à s'étendre au reste du monde (jusqu'à la démutualisation de la Bourse de New-York en 2002) et généralise les « trois D » : déréglementation, décloisonnement, désintermédiation.

La finance veut être reconnue comme une industrie à part entière, jugée sur des critères autoréférentiels (non plus sur son utilité réelle), l'innovation financière se développe, les

volumes échangés sur les marchés deviennent des multiples élevés des échanges réels et la participation des banques permet aux acteurs financiers d'émettre de la fausse monnaie (Maurice Allais) en faisant jouer l'effet de levier (voir ci-après) dans des économies dopées par l'endettement ; le paradoxe veut que, en France, les ministères en charge aient, dans le cadre d'une compétition mondiale à la dérégulation, décloisonné les marchés (à partir de 1984), privatisé massivement (à partir de 1986), puis vendu la Bourse de Paris au New York Stock Exchange.

-La dématérialisation des titres financiers (projet de loi présenté par Laurent Fabius, en 1984 – voir « Une histoire de la Sicovam », Hervé Juvin – Natalie Renard, Les Djinns, 1988) achève un processus qui contribue à la virtualisation et à la déterritorialisation des activités financières ; les droits financiers, quels qu'ils soient, ne sont plus représentés que par des données dans des systèmes informatiques (à cette époque, les ordinateurs de la SICOVAM); l'éloignement de la finance de marché du monde réel est symbolique, mais décisif ; **la dématérialisation des titres facilite la déconnexion entre les opérations financières et l'économie réelle, elle est symbolique d'une rupture entre les droits financiers et les actifs qu'ils représentent ;**

-Les pouvoirs publics jouent progressivement la carte de la « modernisation financière » au nom de l'amélioration des conditions de financement de l'économie, en réalité au nom des facilités de la dette intermédiée par les banques. L'émission massive de la dette publique auprès d'investisseurs étrangers, la faveur des nouvelles formules d'émission (comme l'adjudication des émissions d'obligations d'Etat par la procédure des enchères inversées sur les Obligations assimilables du Trésor, OAT) auprès des grands réseaux bancaires internationaux, permettent aux Etats de ne pas payer le prix des engagements qu'ils prennent et des prestations qu'ils multiplient. Dans tous les pays industrialisés, une convergence objective se fait jour entre la banque de marché et les pouvoirs publics. **La finance de marché devient le moyen de l'irresponsabilité collective bancaire, d'abord britannique puis américaine (par la titrisation, voir ci-après), mais tout autant celle des sociétés et des gouvernements devant leurs engagements ;** elle facilite la montée de l'endettement public, elle alimente une certaine atomisation de la société par la mise en avant systématique des droits individuels, sans en être le fondement (voir l'exemple de Dexia, encouragé à diffuser des produits aujourd'hui dits toxiques, mais qui abaissaient le coût du financement des collectivités territoriales et facilitaient donc le transfert de charges de l'Etat vers ces collectivités...) Les périodes successives d'ouverture des marchés obligataires, des privatisations, se traduisent par des ressources à faible prix pour le Trésor public et aussi pour les sociétés privées ; elles s'achèvent avec la suppression en 1988 du monopole des agents de change et la privatisation du marché boursier, qui transforme les conditions de formation des prix ; le prix de marché devient un produit industriel. La privatisation de l'institution sociale du marché est complète.

2 – L'extension universelle du système des marchés financiers

A partir de ces réformes, les banques abandonnent leur métier de crédit à court, moyen et long terme aux entreprises. Dès la fin des années 1980, les grandes banques américaines abandonnent le « credit course » qu'elles imposaient à leurs jeunes recrues de haut niveau pour les préparer à leur métier en leur imposant de travailler un ou deux ans sur des financements de projets industriels ; le fait est significatif de l'attraction exercée à l'encontre de la banque de financement à l'économie, par les activités de marché.

La banque des opérations de marché et du profit à court terme chasse la banque du crédit aux entreprises et du financement de l'économie. L'ensemble des banques engage des montants sans cesse croissants de fonds propres dans des activités de marché, pour son propre compte, au point que dans les années 2000, une grande partie des banques universelles européennes réalisera plus de 80 % de ses bénéfices sur des activités de marché, moins de 20 % dans les activités de crédit ou de détail, proposition rigoureusement inverse trente ans plus tôt. La fascination exercée par la banque de marché est telle que certaines banques européennes connaîtront de graves difficultés en voulant acquérir des banques d'investissement nord-américaines ; l'exemple de la Dresdner Bank (rapprochement avec Wassertein Perella, acquisition de Kleinworth Benson en juillet 1995) est significatif de cette période. L'effet essentiel est court termiste ; les banques perdent l'habitude, la capacité et l'envie d'étudier les projets industriels de long terme comme elles savaient le faire. Une transformation analogue a lieu dans ce qui s'appelle le « private equity », et recouvre deux activités différentes ; le LBO (leveraged buy out), forme de prédation à base d'effet de levier et de dette, largement financée par la déductibilité fiscale des intérêts de cette dette ; le financement de projets d'entreprises, à moyen et long terme, par prise de participation au capital. Au cours des années 1990, les opérations de LBO cannibalisent le private equity, qui sort de sa fonction et de son utilité pour devenir le siphon de la valeur ajoutée des entreprises au profit des fabricants de dette.

-Le « grand marché unique » qui devait constituer un espace intérieur européen circonscrit et géré au mieux des intérêts de ses membres, est peu à peu démantelé pour faire de l'Union européenne l'espace marchand et financier le plus ouvert du monde (les clauses applicables au commerce entre pays membres devenant des clauses applicables aux échanges avec le reste du monde, les mots de « préférence communautaire », jadis légitimes et fréquemment employés, ou de « tarif extérieur commun » disparaissant peu à peu dans les années 1990 du vocabulaire bruxellois). La directive 88/361/EEC, dite « Lamy-Delors » adoptée en 1988 invalide l'article 67 du traité de Rome qui limitait les mouvements de capitaux au financement des besoins de l'économie réelle, supprime toute différence entre le financement de l'activité réelle et le financement spéculatif, et ouvre l'Union européenne aux mouvements de capitaux, de biens et de services mondiaux. Le sens est celui d'une ouverture sans cesse accrue au marché mondial, ce qui autorise plusieurs personnalités rencontrées à considérer que « l'Europe ne protège de rien », ou que « l'Europe n'a pas su constituer et protéger son marché intérieur, elle n'est plus un marché intérieur ». Poursuivant dans ce sens, la dérèglementation européenne de la prestation de services bancaires (Second banking directive, 1989), et financiers, depuis la Libre prestation de services d'investissement (ISD, 1993) jusqu'à la MIF 1 et 2 (Markets in financial Instruments Directive, 21 avril 2004 puis 2011), au nom de la concurrence, déterritorialise et privatise l'ensemble de l'industrie des marchés ; même la simple notion de « réciprocité » a du mal à s'imposer dans les relations entre l'Europe et le reste du monde ;

-la quête de la liquidité, de la mobilité, moyens de la rentabilité des opérations, conduit à des pressions convergentes en faveur de ***l'établissement d'un modèle juridique, social et fiscal unique, qui peut être sommairement assimilé au système américain, plus précisément au système que les Etats-Unis diffusent dans le monde extérieur.*** La Banque mondiale, ainsi que divers organismes privés et Fondations nord-américaines, prétendent évaluer les systèmes juridiques et les institutions publiques, en fonction de leur concours à la croissance et à la rentabilité des opérations financières (d'où sont issues les

notions de compétitivité et d'attractivité territoriales); les systèmes sociaux qui font appel à des mutualisations nationales (comme les systèmes de retraite par répartition, l'assurance maladie publique, mais aussi l'éducation) sont critiqués parce qu'à la différence des fonds de pension, ou des assurances privées, ils ne contribuent pas à la financiarisation des économies et maintiennent des cadres nationaux ; les systèmes réglementaires et prudentiels exigeants sont dénoncés comme entraves à la libre concurrence et à la libre circulation des capitaux ; la dépense publique est délégitimée, les marchés seuls se voyant attribuer la capacité d'allouer au mieux les ressources. Les Nations se voient progressivement dépossédées de leur capacité à agir.

-La disparition de l'économie politique accrédite le fonctionnement autonome des marchés comme état naturel des relations humaines. Les objectifs spécifiques assignés au marché sont oubliés, tels qu'ils avaient été définis par exemple lors des opérations de privatisation de masse conduites en Pologne de 1992 à 1996, sous la direction du ministre Roszulski (accès privilégié des investisseurs individuels, recherche d'une affection societatis durable, etc.), ou encore lors des créations de marchés boursiers, dans l'ancienne Europe de l'Est, comme au Maroc, en Chine (Shenzen), en Malaisie (Kuala Lumpur) ou en Inde (bourse de Mumbai) qui comportaient la mobilisation de l'épargne nationale, l'égalité des intervenants, la transparence et l'unicité des prix résultant de la centralisation des ordres, etc. L'économie devient le principe de vérité des sociétés humaines, universellement soumises à la recherche du rendement maximum pour le capital investi. A la différence de l'ensemble des sciences dites « exactes » qui ont renoncé à leur statut au milieu du XX^e siècle (sous l'influence d'Heisenberg, notamment), elle prétend énoncer des lois qui s'imposent à la réalité, quel que soit le contexte humain et social, et y soumettre les politiques et les sociétés. « Le développement » tel que les marchés l'évaluent, est devenu le critère universel d'évaluation des sociétés, un état économique hiérarchisant les politiques suivies et mesurant la légitimité des gouvernements, un critère aveugle aux préférences sociales et adverses à l'autonomie de décision des peuples. Les agences de notation, les analystes financiers, les économistes et les chercheurs financés par les établissements financiers, diffusent cette « science » sous forme d'injonctions et de rappels à l'ordre, sous forme surtout d'éviction progressive de toute opinion non conforme à l'intérêt des acteurs de marché. L'ensemble forme une idéologie cohérente, promue sous le nom de « société ouverte », favorable à la déterritorialisation et à la décomposition interne des sociétés singulières. Il est destructeur de l'écologie humaine de sociétés en charge de leur destin et lucides sur les conditions de leur survie.

-La mise en place de marchés ouverts, porteurs de la mondialisation financière, suscite de nouveaux modèles industriels, diffusés par les cabinets de conseil anglo-américains aussi bien que les institutions des Nations Unies, Banque mondiale et FMI ; ceux de l'entreprise sans usine, réduite à des bureaux de conception et de marketing gérant des droits et faisant exécuter les tâches de fabrication par des usines délocalisées, ceux même de l'entreprise virtuelle, n'existant que par les réseaux activés sur Internet, dispensée de donc de payer l'impôt et de supporter de quelconques charges sociales en aucun territoire, ceux du libre-échange qui condamnent les pays pauvres à se spécialiser dans la pauvreté (Kurt Reinert, avril 2012), ceux aussi de modèles de rentabilité universels, ignorant les singularités des sociétés humaines, l'histoire et la géographie. Le modèle d'Enron, de Nike, d'Alcatel, d'Apple, concrétise le rêve d'en finir avec la société. Le consensus de Washington affirme l'insolente certitude d'un modèle universel, jusqu'à son abandon progressif depuis 2008.

L'intérêt en termes de rendement financier d'un désengagement complet à l'égard des sociétés et des territoires est manifeste, l'agression contre la robustesse des territoires et la résilience des sociétés l'est tout autant ; le tarissement des ressources fiscales et sociales des Etats et des mutualités nationales est l'un des aspects méconnus, mais partout présent, notamment aux Etats-Unis, de la crise financière, la montée de l'endettement public trouvant notamment sa source dans l'incapacité croissante de lever l'impôt. Il convient par ailleurs de souligner l'écart entre la finance de marché mondialisée, des activités industrielles et de service internationalisées, et des services bancaires demeurant étroitement nationaux au sein de l'Union européenne, aucune offre transfrontière n'a réellement vu le jour, les rares acquisitions significatives (Hsbc – CCF, BNP et Crédit agricole en Italie) ou les tentatives de rapprochement (Bnp – Dresdner ; Allianz-AGF) demeurent pour la plupart sans portée, voire débouchent sur des désengagements (banques françaises en Europe de l'Est, en Russie, en Grèce, par exemple). La résilience des territoires est aussi la résistance à la banalisation.

-L'utopie du marché autorégulateur est imposée aux Etats et aux institutions, qui se voient invités à détruire les éléments de toute politique volontariste en matière industrielle, financière, commerciale, contrairement aux enseignements de l'histoire économique (la puissance industrielle des Etats-Unis, pour ne citer qu'elle, est le fruit de cent cinquante années de protectionnisme, de même que la résilience de l'Inde et de la Chine à la crise récente s'explique d'abord par la relative fermeture de leurs marchés des capitaux et des changes). En découle l'instauration de la concurrence entre des entités auparavant souveraines, éventuellement en compétition, mais jamais en concurrence parce que souveraines. Les thèmes de la compétitivité et de l'attractivité des territoires ont introduit une ambiguïté redoutable, en réduisant le territoire et la société à des accroches publicitaires, à des images de catalogue, plus encore en suggérant qu'attirer de l'extérieur des entreprises, des compétences, des capacités, allait résoudre les problèmes internes de sociétés incertaines de leur avenir. **Les politiques d'attractivité et de compétitivité reposent sur un a priori jamais interrogé ; les territoires, les lois, les règles fiscales et les systèmes sociaux, sont des éléments concurrentiels comme les autres, entre lesquels les acteurs privés font leurs choix selon les avantages instantanés qu'ils leur procurent** (voir l'analyse des stratégies de puissance cachées derrière le principe de la comparabilité du droit réalisée par Renaud Beauchard, in « La note de conventions », n°8, 2011, « Réguler la mondialisation », publiée par le Ministère des Affaires étrangères). Cet a priori est celui de l'école américaine du droit (traduite notamment dans les classements « Doing business » de l'International finance association) qui prétend depuis 2004 évaluer les systèmes juridiques des Nations selon leurs performances économiques et les territoires selon leur propension à favoriser l'activité des entreprises. Cet a priori est contraire à la tradition du droit européen, il est hostile à tout modèle qui place la justice au-dessus de l'intérêt et à tout système demandant à un haut niveau de mutualité interne de contribuer à la cohésion sociale. Pourtant, en Europe et en France, la porosité aux concepts et aux idées diffusées par les intérêts américains est telle que des politiques ont été conduites au nom de la compétitivité et de l'attractivité (des propositions ont été émises, en 2007, par l'association Europlace, pour dispenser d'impôt sur le revenu les traders afin d'attirer les activités de marché en Ile-de-France !), propositions qui avaient l'avantage de résultats rapides et d'effets visibles à l'intérieur d'un mandat. Voilà qui évite de s'interroger sur leurs effets de long terme, voilà qui incite à considérer les choix de l'Allemagne et du Japon, qui n'ont rien cédé de leur unité interne et ont préféré leur compétitivité à leur attractivité (leur positionnement qualité-prix

expliquant pour une large part leur faible sensibilité à la crise et à la concurrence des pays à bas salaires).

Dans certains cas, de telles politiques détruisent les activités existantes, remplacent les populations en expulsant les résidents au profit des nouveaux venus (du fait de la hausse des prix de l'immobilier résidentiel). Elles permettent une nouvelle forme de colonisation, de la part des entreprises nomades, des mercenaires diplômés et des chasseurs de primes qu'elles ont en effet attiré. Dans différentes régions françaises et européennes, elles ont permis l'obtention de subventions et des captations fiscales exorbitantes, avec des bénéfices incertains, quand ils ne sont pas négatifs, pour les populations d'origine.

L'effet global de ces transformations est de substituer un système, celui des marchés financiers, présenté comme naturel et universel, aux cadres économiques nationaux ou régionaux, et un fonctionnement automatique, celui des prix de marché, au débat, à la décision et à la mise en œuvre de politiques économiques. Il est aussi d'affaiblir ou de distendre les liens, les appartenances, les identifications, dont chaque crise montre qu'ils sont des facteurs majeurs de résilience. Il est enfin de substituer un espace indéfini, planétaire ou global, sans règle ou sans loi autres que le contrat de droit privé, aux territoires connus, circonscrits, réglementés. Les exemples des acquisitions de Pechiney, d'Arcelor, parmi d'autres, sont cités comme effets d'une prise de pouvoir qui ne dit pas son nom, qui s'est déroulée sur quarante ans environ, et dont la « grande dépression », comme l'appellent les auteurs américains, de 2007-2011 a été le résultat. L'Union européenne en a été la cible désignée, une Union européenne qui paraît s'être volontairement désarmée, de directives en directives, par rapport à des acteurs asiatiques ou nord-américains qui considèrent l'espace des marchés et des monnaies comme un espace stratégique comme les autres, et y développent ou peuvent y développer des stratégies volontaristes au service d'un intérêt national ou régional défini.

B) Les transformations les plus souvent mises en cause

Il est banal de constater le changement intervenu dans les modes de financement de l'économie, il l'est moins d'en distinguer les principaux aspects. A la fois les institutions, les acteurs, les règles, les logiques et les intérêts ont changé. Prendre la mesure de ce changement rend évidentes les limites de la régulation, du contrôle et des dispositifs prudentiels débattus aujourd'hui.

1- La sortie des cadres institués

La critique essentielle portée sur le fonctionnement des marchés financiers au nom de la résilience de la société tient en trois mots ; visible, prévisible, intelligible. Les financements administrés, l'économie planifiée, le cadre national ou celui de la préférence communautaire, auraient assuré aux dirigeants comme aux citoyens d'agir, de décider et d'anticiper avec des repères stables. La dérégulation des marchés et l'ouverture aux mouvements de capitaux internationaux auraient détruit ces conditions qui, au-delà des arbitrages des acteurs, sont aussi des conditions de la démocratie. Quelques points méritent d'être rappelés au sujet du

financement de l'économie française tel qu'il était organisé avant l'avènement des marchés financiers, dans le cadre administré qui était le sien :

- Jusqu'aux années 1990, l'accès au marché pour les émetteurs privés, que ce soit marchés d'actions ou d'obligations, est réduit, peu attractif et en fait marginal, sauf exceptions. Les opérations internationales sont encore plus marginales, et se réduisent essentiellement aux opérations de change et à leur couverture. L'inadéquation des structures de contrôle aux opérations internationales est l'une des causes directes des crises bancaires, comme le prouve l'exemple des engagements sur crédits irlandais qui ont conduit plusieurs banques allemandes (IKB, SachsenLB ou WestLB) à la faillite parce qu'ils échappaient à la connaissance du superviseur.

- Dans les années 1960-1970, la quasi-totalité du financement de l'économie se fait par crédit bancaire, que ce soit par la banque universelle ou par des institutions spécialisées. Le modèle allemand de la « Hausbank », compte tenu des cultures et des structures locales, est un modèle continental européen que réalise à sa manière la banque coopérative française, autrichienne ou la Caixa (caisse d'épargne) espagnole ; le lien territorial, local, personnel, l'emporte sur l'intérêt financier ; les dirigeants de banque savent faire confiance à un patron, à un projet industriel, plus qu'ils ne savent lire des états financiers. Il faut mesurer l'écart qui s'est creusé ; beaucoup des critères de décision de la banque d'alors seraient considérés non professionnels, voire discriminants, aujourd'hui, au terme d'une génération de déterritorialisation imposée.

Il est important de rappeler que la situation n'a pas encore fondamentalement changé, malgré la plus grande facilité d'appel au marché pour des acteurs de toute taille et de tout profil ; **en Europe continentale, le crédit bancaire reste la première source de financement des entreprises**, et si les règles prudentielles nommées « Bâle 3 » pour les banques et « Solvency 2 » pour les sociétés d'assurance, devaient changer cette situation, au bénéfice des financements de marché, ce serait un renversement de grande ampleur pour l'Union européenne. Pour le financement des entreprises américaines, les banques comptent pour moins de 25 %, les marchés pour 74 %. La proportion est inverse en Europe, en particulier en France ; les banques financent environ les trois quarts des besoins des entreprises, les marchés moins du quart, les banques de statut coopératif (non opéables, donc non soumises à la loi du rendement maximal du capital investi), opérant sur base régionale, territoriale et périmétrée, étant majoritaires dans le financement de l'économie. Le système est robuste. Il explique qu'entre 2007 et 2011, les crédits aux PME et Entreprises Intermédiaires aient été en augmentation constante (Enquête annuelle de la Banque de France, parue en mars 2012), à des conditions plus basses de 1% qu'en Allemagne, en moyenne. La collecte régionale finance les projets régionaux en passant par le bilan de la banque, pas par les intermédiaires de marché de Wall Street ou de la City, ce qui explique l'impressionnante résilience de l'économie régionale française, allemande ou néerlandaise (Rabobank, seule banque européenne notée AAA (jusqu'en novembre 2011), de statut coopératif, finance plus de 50 % de l'économie néerlandaise) ; les prédateurs extérieurs n'y ont pas leur place.

- En période d'encadrement du crédit et de gestion administrée des financements, de vrais circuits de financement d'un développement durable et choisi existent. Ils ne sont pas tous étatiques. Des établissements spécialisés, comme le Crédit National, sont chargés d'apporter des financements à moyen long terme (par crédit réescomptable à la banque de

France), aux entreprises éligibles (sur la base de critères tels que l'innovation, l'exportation, la création d'emploi, etc.), hors encadrement du crédit, dans le cadre du Plan, et à des conditions bonifiées par rapport aux conditions de marché, de manière décentralisée et sans que l'Etat soit actionnaire.

Ces organismes relais démultipliaient l'action de l'Etat et facilitaient la réalisation du Plan. ***Ils s'inscrivaient dans des missions d'intérêt général, plaçant des compétences et des moyens financiers au service d'objectifs qui n'étaient pas financiers.***

-Des solutions régionales de financement existent. Dans le cadre des Bourses régionales subsistantes (Lyon, Lille, Nantes notamment) des agents de change étaient spécialisés dans la détection, l'introduction en Bourse et l'animation du marché de titres régionaux ; après la création du Second Marché de la Bourse de Paris (1988), cette activité contribua efficacement au développement d'entreprises de taille intermédiaire dans des secteurs nouveaux. Elle a contribué à faire grandir des entreprises de toute taille, grâce également au concours des Sociétés de Développement régional (SDR) qui mutualisaient les problèmes d'accès au marché des fonds propres pour des entreprises régionales de taille intermédiaire.

-Après le rachat des charges d'agents de change par les banques (1988-1990), l'alternative au crédit bancaire qu'offraient aux entreprises de taille intermédiaire les marchés régionaux de fonds propres s'est peu à peu tarie. Les exigences des fonds d'investissement (liquidité, profondeur de marché) et les intérêts des intermédiaires comme l'alourdissement des contraintes réglementaires ont réduit l'intérêt de la cotation pour des entreprises petites ou moyennes, beaucoup sortant de la cote en raison notamment de la contradiction vécue entre les exigences de court terme des analystes et des gérants, et les stratégies à long terme d'entreprises de croissance. La motivation de proximité territoriale à l'investissement a largement disparu et avec elle, l'affectio societatis dû à l'enracinement sur un territoire.

-Du fait de l'internationalisation et de la multiplication de la taille de bilans des banques, parallèlement à la privatisation et à l'internationalisation de toutes les grandes entreprises françaises, du fait aussi de l'idéologie de l'ouverture internationale et de la concurrence planétaire, la notion de place de Paris a disparu. Quelques organismes à vocation touristique s'emploient à maintenir le mot, avec le concours d'acteurs dont les salles de marché sont à Londres, les véhicules de financement des hedge funds aux Caïmans, et qui proposent à leurs dirigeants des « executives packages » payés depuis les mêmes paradis exotiques... Des points de compétence, des secteurs d'attractivité puissants, des acteurs éminents demeurent. La réalité de la Place financière a disparu, faute de la conscience d'un intérêt commun entre ses acteurs, faute de préférence européenne en matière de financement, et davantage encore, faute de lucidité sur les forces et les faiblesses réelles des uns et des autres, comme sur les stratégies concertées déployées par d'autres Places.

-L'ensemble de la modernisation a été conduit au nom de la compétition internationale, mais aussi en raison de facteurs plus spécifiques ; il a accru la centralisation des financements aux mains de quelques grands établissements bancaires, dont beaucoup sont dirigés par des anciens de l'administration des finances ; il a fait disparaître des corps intermédiaires, enracinés dans les territoires et procédant d'une légitimité d'élection, notamment issus des coopératives et mutuelles, qui résistaient aux monopoles parisiens et à la centralisation ; il a instauré un niveau de contrôle précédemment inconnu sur les avoirs et les opérations de l'ensemble de la population, au bénéfice et des finances publiques, et des

auxiliaires bancaires de l'administration fiscale. Le fait est spécifique, et peu commenté ; la Banque de France et l'administration des finances ont organisé les modalités d'une régulation nouvelle, largement fondée sur la centralisation, la conformité, les interventions sur les marchés. Ceci a pu conduire aux performances désastreuses du Crédit Lyonnais, de la Société générale, de Natixis et de Dexia, résultats qu'il est difficile d'imputer aux spéculateurs internationaux ou à un complot extérieur, par exemple anglo-américain. Les effets de croyance sont manifestement à l'œuvre et expliquent une préférence irrationnelle pour un système contraire à l'intérêt national et européen, parce qu'aveugle aux préférences locales et régionales.

-Le libéralisme économique s'est avancé sous le manteau du libéralisme politique, des Droits de l'Homme, de la société ouverte et du libre-échange. Puisque « le libéralisme est une organisation des séparations » (Pierre Manent, « Cours de philosophie politique »), trois séparations ont bouleversé les modes de financement ; la séparation entre le salarié et le consommateur, entre le salarié et l'épargnant investisseur, entre l'entreprise et le territoire. Le sentiment identitaire, les liens territoriaux, les appartenances qui assuraient la préférence du consommateur breton pour les produits d'entreprises bretonnes, des entreprises alsaciennes pour l'emploi de salariés alsaciens, des épargnants du Jura pour l'investissement dans des entreprises jurassiennes, ont été non seulement distendus, mais délégitimés, de sorte que le consommateur contribue au licenciement du salarié et que l'investisseur contribue à la destruction de son environnement économique, naturel et humain, en finançant la croissance indienne ou chinoise. L'une des expressions de ce désaménagement collectif est à chercher dans les ciblage marketing de plus en plus précis, au nom de la « segmentation », qui isolent des individus au sein de leur communauté et concourent à la déstructuration sociale, au nom de l'efficacité commerciale.

-La crise a accéléré un mouvement de manipulation des monnaies et d'émission de fausse monnaie dans des proportions déroutantes. Au sens strict, les opérations dites « de quantitative easing » sont de l'émission de fausse monnaie (ces opérations répétées consistant pour la banque centrale à acheter à leur valeur nominale des titres à la valeur incertaine, voire nulle, opérations conduites d'abord aux Etats-Unis, puis en Grande-Bretagne, enfin au sein de l'Union monétaire sous une forme déguisée). De telles émissions inondent le marché de liquidités, pour faciliter le refinancement de la dette publique et privée, mais ne peuvent à terme que s'achever par une crise de confiance majeure dans la valeur des monnaies. Elément central de l'affectio societatis des citoyens et de leur confiance réciproque, la monnaie est devenue un moyen d'enrichissement, une arme stratégique, un objet de manipulations et d'opérations ; la dégradation des monnaies est un sujet majeur de dissociation sociale et de perte de confiance, comme les Allemands le savent bien.

-La mise en cause générale « des marchés » et la recherche de bouc-émissaires (banquiers, hedge funds, spéculateurs, etc.) oublient l'histoire et l'action persistante des pouvoirs publics en faveur du système espéré autorégulateur et disciplinaire des marchés. Le paradoxe est majeur ; alors que l'économie française, plus encore que la plupart des économies européennes, connaît un niveau exceptionnel de prélèvements obligatoires et que plus d'un euro sur deux du PIB passe par la dépense publique, ce sont les marchés et les acteurs privés qui sont accusés de ne pas financer les engagements à long terme et les préférences de la société.

La réalité est que la sphère publique a un taux d'actualisation encore plus élevé que la majorité des acteurs privés. La réalité est aussi que, dans la plupart des pays, l'interpénétration de l'administration et des établissements financiers est considérable. Le mouvement de dérégulation, de décloisonnement et de désintermédiation des marchés qui a été conçu, organisé et piloté par les administrations des différents Etats, à partir de 1984, a exercé des effets de système considérables, globalement à l'avantage des acteurs financiers, dont les capacités d'arbitrage et d'intervention sont multipliées. **De sorte que les premiers bénéficiaires de la modernisation financière ont été ceux qui l'ont pilotée et qui sont devenus des acteurs des marchés eux-mêmes**, comme tend à le prouver la part sans cesse croissante des revenus des acteurs financiers dans les PIB des Nations développées (en Grande-Bretagne, mais aussi aux Etats-Unis ou à Singapour), la part élevée des promotions des grandes écoles d'ingénieurs ou de hauts fonctionnaires qui travaillent sur les marchés. Ces transformations ont eu lieu au nom de l'efficacité, de la performance, de la croissance, voire de l'intérêt général ; la crise survenue en 2007 les remet globalement en question.

La comparaison dans le temps porte moins sur l'efficacité des systèmes de financement que sur les effets politiques et sociaux de ces systèmes ; quatre critiques sont généralement exprimées à ce sujet :

-le système des marchés, quand il s'étend à l'ensemble des relations humaines, et sort des cadres de son institution, encourage l'individualisme au détriment des collectivités ;

-l'abstraction et la virtualisation des marchés et des opérations financières contribuent à la sortie de toutes limites à la convoitise, à l'accumulation et à la consommation de ressources ;

-la facilitation de la dette permet à la préférence pour le présent de s'exprimer dans des proportions illimitées, elle exonère le politique de ses responsabilités ;

-le caractère imprévisible et illisible du système de marché pèse sur le comportement des acteurs, et exerce un biais court-termiste ; « quand l'avenir est imprévisible et incertain, seul l'instant présent compte »... et la défiance en résulte. La meilleure illustration de ce caractère illisible et imprévisible du système des marchés est donnée par le compte-rendu des délibérations du Federal Reserve Board de 2006 rendu public en janvier 2012 (et commenté dans Le Monde, mercredi 1er février 2012) ; l'une des institutions les mieux informées au monde n'a rien vu venir de la crise de l'immobilier et des subprimes, alors que tous les signaux lui étaient donnés !

Rétablir la visibilité, la prévisibilité et l'intelligibilité des mouvements des prix, des cours et des taux d'intérêt est l'un des objectifs d'une sortie de la liberté de mouvement des capitaux internationaux, de la mise en place d'une préférence européenne, du maintien d'une économie financée par le crédit bancaire, des limites à donner à la privatisation des actifs, des services collectifs et à l'émission de droits financiers sur les biens réels.

2 - L'intermédiation obligée de l'investissement privé.

La quasi-disparition de l'investisseur individuel direct, d'abord sur le marché obligataire, désormais sur le marché des actions, au profit de produits intermédiés, est un fait structurel marquant ; un épargnant français n'a plus accès directement aux obligations du Trésor public, un investisseur français n'a plus d'incitations, sinon marginales, à investir directement en actions des sociétés françaises. Le temps est loin où des investisseurs français, personnes physiques, détenaient plus de 50 % du capital des grandes entreprises françaises, dans les années 1960 ! L'effort engagé depuis les années 1970 (Compte d'Épargne en Actions, ou CEA et plan Monory) et 1980 (Plan d'Épargne en Actions et loi Beregovoy) pour faire des Français les actionnaires structurants des entreprises françaises en associant l'actionnariat direct, l'épargne salariale, la participation aux bénéfices de l'entreprise et les plans d'actionnariat des dirigeants, pouvait développer un mode original d'association directe des Français aux entreprises et aux grands projets nationaux ou européens ; il pouvait contrebalancer la déliaison sociale, la virtualisation et la déterritorialisation financières par l'expression de préférences personnelles extra-financières ; cet effort a été étouffé par l'intermédiation bancaire et l'interposition systématique de gestions collectives entre l'épargne et son investissement.

Après cinquante ans, l'effet induit de la collectivisation de l'épargne est la rupture de l'affectio societatis avec les entreprises ou collectivités émettrices. Pour reprendre la formule d'un professionnel de la communication financière, « on ne tombe pas amoureux d'AIM ou de Séquoia, de Danone ou de Michelin oui ». Combien d'assemblées en province pour les OPCVM, combien d'interpellations directes des gérants par les investisseurs, par rapport à celles d'un Président de l'Air Liquide ou du Crédit Mutuel ? La création des OPCVM, l'interposition systématique d'intermédiaires bancaires ou assurantiels entre l'investisseur et les titres financiers, sont productrices de revenus significatifs pour l'industrie de la gestion, mais aussi destructrices de la relation particulière entre l'investisseur et les émetteurs des titres dans lesquels il choisit d'investir. Elles les banalisent. Elles ont pour effet de les réduire à un rendement (intérêt ou dividende), une durée, une volatilité ; actions comme obligations deviennent des commodités, caractérisées par leurs seuls éléments financiers, sans que jouent dans la décision d'investissement ni externalités, ni préférences individuelles ou collectives extra-financières – sans affectio societatis tel que pouvaient le développer les actionnaires français directs d'entreprises françaises, comme Air Liquide, Michelin, L'Oréal ou Peugeot, ou les souscripteurs français d'obligations du Trésor français, de la SNCF, de la région Ile-de-France ou d'EDF.

Les effets de la collectivisation de l'épargne, y compris dans les cadres fiscalement incitatifs qui lui sont réservés, sont à considérer à neuf sous cet angle ; il faut signaler qu'ils ont été totalement négligés, passés sous silence, ou méprisés, depuis la mise en place du club des « SVT » (Spécialistes en Valeurs du Trésor, club de banques capables d'acheter en bloc et de replacer les émissions du Trésor, et disposant d'un monopole d'accès aux enchères organisées à chaque émission, dans le cadre très strict du contrat qui les unit à l'Agence France Trésor) et la captation fiscale ou réglementaire réalisée par les fabricants de produits d'épargne collective, au détriment de la détention directe (un certain nombre d'avantages incitant à la détention de parts de SICAV ou de FCP, c'est-à-dire d'organismes de placement collectif dont l'investisseur ne gère pas l'allocation d'actifs, plutôt qu'à la

détention directe d'actions ou d'obligations). Une majeure partie de l'activité de l'assurance, de la banque et de la gestion est fondée, non sur une performance ou un service choisi, mais sur une rente fiscale, voire sur de la vente forcée ; vente forcée des moyens de paiement par le monopole bancaire, rente fiscale des OPCVM, de l'assurance-vie, etc.

Cette évolution a des impacts significatifs sur le rendement moyen exigé des investissements, donc sur leur nature ; l'intermédiation fait du rendement le seul critère de choix de l'investisseur. L'investisseur individuel en actions ou en obligations intègre ou peut intégrer des externalités non financières à sa décision d'investissement ; les sociétés par actions qui entendent privilégier l'actionnariat direct ne disent pas autre chose quand elles constatent la fidélité de ces actionnaires. Les expériences passées des emprunts dits « de guerre », ou des émissions d'obligations dédiées aux grands chantiers collectifs, comme l'expérience récente des privatisations de masse ou le succès (novembre 2011) de l'émission obligataire belge placée directement dans le public, révèlent l'importance des facteurs non financiers de l'investissement individuel direct. ***Tout se passe comme si les investisseurs individuels intégraient, plus ou moins consciemment, une part des externalités dans leur décision de placement. Ces facteurs disparaissent quand des gestions collectives s'interposent entre ces investisseurs et les projets ou les sociétés où ils investissent.*** Karl Polanyi a écrit : « Aristote avait raison, l'homme n'est pas un être économique, il est un être social » ; l'intermédiation financière fait disparaître toute expression de la préférence collective, sociale, territoriale de l'épargnant, une disparition que ne peut remplacer à lui seul l'investissement socialement responsable.

Permettre l'expression des préférences individuelles à travers l'actionnariat direct, à travers l'accès direct aux obligations d'Etat (comme l'Italie l'a réussi à des conditions intéressantes en réservant une émission aux particuliers, en mars 2012), mais aussi à travers des mandats et des délégations explicites aux gestionnaires pour compte de tiers, est l'objet d'une révision nécessaire de la place et des modalités de l'intermédiation financière.

3 - Le dogme de « la valeur de marché »

La généralisation des systèmes de comptabilité dits « à valeur de marché » valorise à un point jamais atteint le regard instantané des marchés ; les modèles de comptabilité à valeur historique, tenant compte du prix d'achat réel d'un actif et le faisant évoluer progressivement dans le temps, ont été remplacés par des modèles de comptabilité à valeur de marché. Ces modèles, correspondant aux normes dites « IFRS », obligent toute entreprise à valoriser dans son bilan et son compte de résultat tout actif détenu au prix des dernières transactions observées sur les marchés financiers pour cet actif ou cette classe d'actif, quels que soient les volumes effectivement échangés, la part du capital représentée, ou le contexte de ces échanges. Les modalités de cette transformation posent question ; ***un organisme privé se réclamant d'une légitimité seulement technique (l'International Accounting Standard Board, composé de représentants des professions de l'audit et du chiffre) a conçu, élaboré et fait adopter une réforme d'importance économique, de conséquences sociales et politiques majeures*** ; le système de calcul de la valeur, pilier du système économique libéral, a changé, dans une relative inconscience collective, sans que les effets aient été suffisamment anticipés, évalués, et sans qu'un débat démocratique et non

technique ait eu lieu à ce sujet. « Il convient de s'interroger sérieusement sur le caractère de l'évaluation en valeur de marché pour les assureurs, qui va à l'encontre des fondements même du métier » (Henri de Castries, PDG d'Axa, Risques, mars 2004). Le rappel des faits, du processus d'élaboration, puis d'adoption, d'un système aussi structurant pour l'activité économique et la société toute entière illustre le déficit d'analyse contradictoire en matière de finance et d'économie.

La signification économique de cette transformation n'est pas moins problématique. Le prix constaté instantanément dans les échanges boursiers n'est jamais que le prix marginal de transactions constaté sur des échanges de titres d'actif qui peuvent représenter une fraction minime, voire dérisoire, du capital de cet actif ; valoriser le stock de titres au prix d'un échange marginal est une aberration économique qui n'a pas arrêté une réforme dont les principaux bénéficiaires sont ceux qui vivent de la volatilité des prix sur les marchés, non de la bonne marche de l'économie – les intermédiaires financiers. L'effet le plus certain de la réforme est en effet d'amplifier les variations de prix des actifs, et d'exercer un effet procyclique bien analysé (voir le point suivant); il est possible que la réforme ait exercé un effet amplificateur sur la crise récente, ce que tendrait à prouver le fait, encore avéré récemment au sujet des dettes souveraines européennes, de suspendre la valorisation à prix de marché pour les actifs les plus détenus par les banques – notamment les titres de dette souveraine européenne, qui restent comptabilisés à leur valeur nominale, même quand il s'agit des titres de la dette grecque, dont les titres sont dévalués d'au moins 80 % sur le marché...

La signification globale de cette évolution est plus problématique encore. Le marché réduit toute singularité à un prix et une quantité, estime ce qui est inestimable et mesure ce qui est incommensurable. En accord avec la théorie économie classique, comme avec Ricardo, toutes les activités économiques sont qualitativement identiques, et il est indifférent que 1000 euro d'activité servent à dépolluer une plage, ou à innover dans le domaine de l'économie d'énergie fossile ; leur contribution au PIB est la même, elles sont donc indifférentes ! Comme l'écrivait Keynes en 1933, « la règle de calcul financier, autodestructrice, régit chaque moment de la vie. Nous sommes capables d'éteindre le soleil et les étoiles parce qu'ils ne rapportent aucun dividende. » Ce ne qui se compte pas ne compte pas ; voilà ce qui crée une mise en équivalence de tout ce qui est, ressources naturelles, produits de l'activité humaine, relations humaines, voilà ce qui rend totalement indifférente la question de la survie, voilà ce qui nie l'existence de l'incommensurable ou de l'inestimable – et ce qui favorise de ce fait la survenue des catastrophes touchant ces ressources.

4 - La négation du risque

L'innovation financière y a contribué, la titrisation davantage ; les marchés ont tendu à rendre invisible, illisible, les risques inhérents à toute opération d'investissement et de financement.

L'affirmation selon laquelle « les titres de dette souveraine sont des actifs sans risque », voire selon laquelle « le risque cyclique disparaît des économies modernes » ont été très largement répandues depuis les années 1990 et ont justifié des stratégies d'investissement et des allocations de portefeuille qui se sont avérées coûteuses, voire ruineuses. ***La négation du risque est l'un des facteurs de fragilité de sociétés qui ont cru à la***

croissance illimitée des valeurs d'actifs et des revenus. C'est aussi un facteur de non-pérennité d'un système qui refuse de s'interroger sur lui-même. Faut-il ajouter que le couple « économie d'endettement – disparition du risque » génère l'irresponsabilité des acteurs, aussi bien privés (tout projet doit être financé) que publics (la dette publique n'a pas de limites) ? Le système de l'endettement comme substitut des arbitrages publics et de l'impôt a été facilité par la création de l'euro, il a provoqué la disparition de la notion de risque d'investissement, notamment en diffusant sans limites la technique dite de « titrisation des créances négociables » par laquelle des crédits de toute nature (en cours sur cartes de crédit, crédit auto ou à la consommation, crédit immobilier, etc.) sont regroupés, vendus sur le marché sous forme d'obligations, et donc sorties du bilan de la banque qui a accordé ces crédits ; la banque ne porte plus le risque, elle le revend sur le marché. Ces pratiques de « titrisation », utiles pour convertir des actifs peu risqués, mais peu liquides, en classe d'actif liquide, donc négociable et transférable sur les marchés, ont débouché en pratique sur la vente de produits risqués sans conscience des risques, et sans responsabilité quant à ces risques, l'établissement de crédit qui peut vendre le risque sur le marché et le sortir de ses livres n'étant plus incité à le contrôler. L'un des aspects majeurs de la crise récente est la redécouverte violente du risque de tout investissement, y compris en dette souveraine, donnant une prime inédite à la liquidité. Il est permis de s'interroger sur les effets de ces pratiques en termes de résilience de la société, dans la mesure où l'endettement, qui place le futur sous la dépendance du passé, est le contraire de l'orientation historique vers le futur qui fonde les démocraties. A cet égard encore, les conséquences de l'activité financière sont directement et violemment politiques.

L'expérience financière récente et les dérives de l'industrie du crédit rendent prudent sur toute réforme qui tendrait à substituer le financement par les marchés à l'intermédiation bancaire (financement par le crédit bancaire) ; quand elle porte les risques dans son bilan et dans ses livres, quand elle engage sa signature, la banque est garante de la qualité de ses créances. Il en va tout autrement quand les intermédiaires de marché ont intérêt à faire disparaître la perception du risque inhérent aux papiers qu'ils créent et qu'ils placent sur le marché. Derrière le transfert au marché du financement de l'économie, la responsabilité comme la transparence ne sortent pas grandies.

5 - La privatisation généralisée

La recherche du rendement le plus élevé conduit à étendre sans fin le domaine des marchés financiers, donc celui de l'émission de droits financiers et celui des droits de propriété privés négociables. Cette recherche s'accompagne de la mise en place d'un système de vérité dans lequel seul ce qui se compte compte, dans lequel ce qui n'est pas appropriable ni mesurable n'a pas de valeur.

L'ignorance ou le mépris pour les biens collectifs, inappropriables, non négociables, et donc non susceptibles d'être privatisés ou d'acquérir une valeur de marché, commandent un vaste mouvement de privatisation, de nouveau engagé en Europe du sud depuis 2010, comme celui engagé par Mario Monti en Italie (privatisation des services publics confiée aux établissements bancaires par ailleurs également détenteurs ou gérants de la dette publique italienne). La liquidation des structures sociales et des activités non intégrées au marché connaît une phase initiale lors des grandes privatisations des années 1980-1990, quand

celles-ci touchent des monopoles naturels (transport ferroviaire, électricité, eau) ou transfèrent à des investisseurs privés la rente issue d'investissements collectifs (autoroutes). Le préjugé sous-jacent est simple ; ce qui ne se compte pas et n'a pas valeur de marché ne compte pas. Ce préjugé implicite dirige les choix des entreprises et des investisseurs, il pèse lourdement dans les perceptions collectives, et il explique l'indifférence à la destruction de biens communs non marchandisables. C'est le cas des services fournis par les écosystèmes et des régulations planétaires (climat, vivant, régénération de l'air et de l'eau), comme de la pollinisation. C'est le cas des structures sociales, qui faisaient la singularité des sociétés humaines dans leurs différences collectives, et qui fondaient l'estime de soi de leurs membres, détruites pour être recomposées dans la banalisation multiculturelle de l'individu souverain. C'est le cas des mutualisations, qui donnaient leur consistance à ses structures sociales, considérées comme des entraves à la concurrence, c'est-à-dire à l'isolement de l'individu dans le marché. C'est le cas des cultures comme relation au monde, à la nature et à soi-même, soumises à la banalisation des industries culturelles et en butte à l'accusation permanente d'instaurer la primauté du collectif et de sa reproduction, au détriment des droits de l'individu de se délier et de se défaire du collectif. C'est le cas enfin de la condition politique comme relation aux autres et aux siens, suspectée de brouiller le système de prix et de s'opposer au régime universel de la concurrence pure et parfaite dans laquelle la totalité de l'information nécessaire aux choix individuels se trouve dans le prix (Hayek), dans laquelle tout débat et tout souci de nature collective est une perturbation inutile à un système parfait. Le mouvement de grande ampleur ici désigné s'est traduit depuis trente ans par l'extension du régime des prix de marché à des domaines qui lui étaient extérieurs, il s'est traduit par la privatisation étendue des biens et services collectifs, il se traduit par la démutualisation des systèmes sociaux en Europe et ailleurs, il s'exprime également par le fait que les biens non appropriables et les ressources de la nature sont comptabilisés pour rien dans les systèmes de comptabilité en vigueur, selon un modèle datant du XIX^e siècle, valorisant seulement les flux, mais largement dépassé depuis. A cet égard, l'extension du système des marchés financiers résulte d'un modèle comptable dépassé, condamné même, de gratuité de la nature et des biens communs. En raison de cette négation fondatrice, **ce système comptable est directement opposé à la résilience des sociétés humaines, qui durent par ce qui n'est pas dans le marché, qui valent par ce qui est gratuit, transmissible dans l'identité et l'appartenance, inappropriable par quiconque est extérieur à ces sociétés dans leur singularité et leur diversité.**

Ce dernier élément est de grande importance. Il explique le biais d'information auquel donne lieu l'instauration du marché comme système global assurant la vérité des prix. Le marché tend à valoriser les flux, pas les stocks, et les valorise au prix marginal de l'échange. Est-ce parce que 50 titres ont été échangés, le vendredi soir en clôture, à 85 euros, que la valeur des quelque 6 millions de titres de cette entreprise française, leader mondial sur son marché, est de 85 euros ? Certainement pas pour un acheteur de l'entreprise, qui pour s'assurer plus de 10 % du capital, devrait certainement payer une surprime. Certainement pas pour les actionnaires individuels de l'entreprise, qui savent que l'exceptionnelle constance des revenus et des plus-values enregistrée sur cette valeur justifie une prime qui pourrait être plus élevée – au-dessus de 110 euros ? 50 titres ont été échangés à 85 euros ; toute autre information ou conclusion tirée de ce fait de marché anecdotique est fausse.

Pour prendre un autre exemple de ce biais d'information, la sous-estimation des services naturels aboutit à des effets de prédation majeurs. La production de services utiles à la vie

humaine, voire indispensables, par les mécanismes naturels, est considérée bien supérieure en volume à la production effectuée par le travail et l'industrie humaines, dans une proportion de deux tiers – un tiers. Mais seule, la production d'origine humaine figure dans les comptes et dans les calculs économiques pris en compte par le marché. Ceci aboutit à des situations aberrantes ; la destruction de ressources rares et précieuses pour des ersatz industriels de médiocre qualité produit de la valeur ; détruire des ressources naturelles pour les remplacer par des produits industriels concourt à la croissance ; supprimer des services gratuits de la nature (pollinisation, germination) pour les remplacer par des produits et services industriels produit de la valeur comptable ; ôter à des populations l'accès à des biens ou services naturels pour les remplacer par des biens ou services « de marché », payants, concourt à la croissance. N'est –ce pas l'un des ressorts significatifs des chiffres de croissance affichés par nombre de pays asiatiques ou africains, par des sociétés de chimie, de biotechnologies ou de semences (voir l'ouvrage déjà ancien de Jeremy Rifkin, « L'âge de l'accès ») ?

Pour réduire le montant de leur dette, ou pour faire face aux obligations imposées par leurs créanciers, les Etats sont conduits à aliéner, sous des formes variées, des biens communs, qu'il s'agisse de ressources naturelles, de territoires, de services publics, ou de tout autres actifs. C'est l'un des effets de la doctrine du management des biens publics, de la respiration du secteur public, et du rapprochement public-privé que de permettre l'appropriation du commun, au nom de la logique du marché qui veut que tout ce qui est négociable se négocie, que tout ce qui a un prix puisse être vendu. Les lois qui rendaient rigoureusement inaliénables certaines parties du domaine public sont affaiblies ou contournées. L'expropriation de biens communs au profit d'intérêts privés est en cours dans l'Union européenne, les exemples les plus frappants étant donnés en Grèce (dont la cession à des promoteurs de terrains du mont Olympe pour des résidences de luxe, en pleine crise !) Ce processus mérite le nom de colonisation, même s'il concerne aujourd'hui les anciens pays colonisateurs – aura-t-il les mêmes conséquences ? La mise sous dépendance des Etats, donc des Nations, par leurs créanciers, et quelles qu'en soient par ailleurs les origines, est porteuse d'atteintes graves aux biens communs, aux actifs intangibles, en définitive à la souveraineté.

Entre le public et le privé, entre l'Etat et le marché, des systèmes alternatifs, comme l'étaient la mutualité et la coopération, avant du moins que la plupart ne cèdent aux incitations du marché et des stock options attribuées à leurs dirigeants salariés, proposent des solutions pertinentes, qui maintiennent le contrôle public et les préférences locales, régionales ou nationales, dans un cadre de marché. Ces solutions doivent être considérées comme des pistes à revisiter, des modèles à refonder et réinventer, des sauvegardes à recréer, utiles contre l'unicité destructrice d'un système de marchés dont la généralisation le met en risque.

6 – La disparition de l'actionnariat populaire

Depuis la fin des années 1970 (ministère Monory), voire des années 1960 (la participation des salariés, troisième voie française voulue par le Général de Gaulle), les gouvernements français successifs ont travaillé au développement d'un actionnariat de masse, élément de stabilisation du capital et de diversification des positions. Les

privatisations de masse ont marqué une évolution forte en ce sens, plusieurs millions de Français devenant actionnaires directs d'entreprises après 1986. Cette voie a été exceptionnelle en Europe. Il est important de mesurer à quel point chaque pays, dans ce domaine, a œuvré dans le sens de la tradition et des pratiques nationales, en Allemagne en consolidant le « mittelstand » qui voit les banques régionales participer au capital et à la gestion des sociétés régionales, en Grande-Bretagne en confiant à l'intermédiation financière les responsabilités publiques des fonds de pension et des retraites – à quel prix pour les assurés ! – au Luxembourg en développant une agilité fiscale et réglementaire qui attire la localisation des activités financières, etc.

Cette situation s'est inversée. L'effet premier de la « modernisation » boursière effectuée depuis dix ans n'est pas d'ordre financier, c'est la désaffection des Français pour l'épargne en actions et la détention de titres en direct qui résulte de la création des SICAV et qui a été voulue par les banques (certaines vont jusqu'à proposer que l'épargne collectée au titre de l'assurance-vie rentre dans leur bilan !). Le nombre de comptes titres ouverts par des particuliers a été divisé par deux, depuis la fin des années 1990, et la détention des entreprises dont le siège est situé en France par des actionnaires résidents a baissé dans des proportions plus fortes encore. ***L'illusion d'un capitalisme populaire et national aura duré moins de dix ans, un capitalisme d'intermédiaires financiers l'a remplacé sans débat, sans clarté et sans vision.*** Il devient possible qu'il annonce, non une nouvelle étape, mais la fin du capitalisme et, avec lui, du libéralisme économique. La rupture de l'affectio societatis entre les épargnants et des entreprises qu'ils connaissent, qu'ils situent et dont ils s'en sentent proches, n'est pas sans conséquences sur la relation qu'entretiennent les Français avec l'entreprise de manière générale.

La désaffection des actionnaires individuels pour le placement direct en actions a son pendant du côté des entreprises qui se retirent de la cote ou songent à le faire. En octobre 2011, devant l'irrationalité des prix et la volatilité des cours de leurs actions, des dirigeants français de sociétés du CAC40 évoquaient leur souci de sortir de la cotation en Bourse par retrait de leurs titres, le marché ne donnant plus une image pertinente et sincère de leurs entreprises, de leurs activités et de leurs perspectives.

Le résultat est connu ; la part des financements de marché n'a cessé de se réduire au cours de ces dernières années, au point que l'apport des marchés aux fonds propres des entreprises est devenu négatif ; si les émissions d'actions ont représenté un solde net de 2% environ chaque année, le versement de dividendes, pour un montant moyen estimé de 3 %, suffit à faire observer une décollecte nette des entreprises sur les marchés actions. Le marché boursier ne joue plus son rôle.

Un oligopole bancaire d'accès aux titres n'a cessé de se renforcer, et se renforce jusqu'à rendre difficile, coûteux et en fait inusité la quête directe d'investisseurs finaux par les sociétés ou les institutions qui y voient leur intérêt – et d'abord, du fait des externalités gratuites motivantes pour le public, inexistantes pour un OPCVM. Des techniques variées et multiples, dont celle du « trading à haute fréquence », permettent à des opérateurs de gagner sans risque sur les fluctuations des marchés, et d'évincer les autres acteurs.

L'ensemble joue dans un sens contraire à la résilience de la société par adhésion du plus grand nombre à son modèle économique, qui suppose leur association à ses résultats et leur confiance dans l'équité de ses systèmes.

7 – La financiarisation des actifs réels

La crise, et la fuite de mains acteurs devant les actifs financiers, a pour effet paradoxal la nouvelle extension du régime des marchés financiers et des droits financiers à la terre, à la mer, à l'alimentation et aux autres biens réels (la politique d'acquisition dynamique de la Chine en la matière résultant de la conviction que n'importe quel actif réel a plus de valeur qu'un papier, le dollar, émis sans contrepartie). La substitution de cultures industrielles, exportatrices, mondialisées, intensive en capital, à des cultures vivrières, territorialisées, spécifiques et intensives en travail, est rapide, voire violente dans certaines parties du monde (Afrique). Les anticipations concernant les marchés de métaux précieux (or, argent, etc.) et de métaux rares (terres rares, ilménite, uranium, etc.) se multiplient. Certaines personnalités rencontrées (notamment Libanais et Chinois) voient ***dans les marchés de matières premières (eau, métaux, terres arables, mer, carbone, etc.) les marchés dominants des vingt prochaines années, avec des innovations, des créations de produits et des mouvements de capitaux d'une ampleur égale à celle qu'ont connus les marchés de la dette souveraine au cours des dix dernières années.***

C'est l'effet d'un déport majeur. Nombre d'acteurs de la finance de marché, des hedge funds notamment, se sont reportés sur les actifs réels, considérant les prix de marché sur les titres financiers aberrants, trop volatils, ou trop manipulés. A la faveur des règles de l'OMC, des principes de libre circulation des capitaux et des droits de propriété, des opérateurs financiers sont sortis des marchés financiers existants pour créer des marchés sur de nouvelles classes d'actifs, ou pour financer des activités ou des opérations qui étaient jusqu'ici hors de la finance (récoltes, transport, exploitation des mers, etc.) L'action des fonds souverains dans ce domaine n'est pas négligeable. Significatifs dans les achats (locations à long terme) de terres en Afrique, élément d'entraînement dans un mouvement qui n'épargnera à terme pas le territoire français (malgré le système des Safer, sociétés d'aménagement foncier et d'équipement rural, jusqu'ici protecteur relatif de la destination agricole des terres arables), leur rôle mériterait d'être davantage éclairé et leurs opérations, suivies.

C'est aussi et peut-être surtout l'effet de la rareté prévue de ces ressources, et la réaction des investisseurs à la troisième révolution industrielle qui vient, celle où le travail humain sera de nouveau de valeur insignifiante par rapport à l'énergie et aux matières premières qu'il met en œuvre, celle où, à l'inverse de beaucoup de scénarii, les propriétaires de ressources matérielles et d'actifs réels seront les maîtres.

Le scénario général est le suivant ; à des modèles de propriété et d'exploitation conservateurs de patrimoines inaliénables à transmettre ou d'espaces à préserver pour l'avenir (pêcheurs artisanaux, pasteurs nomades), modèle à faible niveau technique et à logique moins financière que de subsistance ou d'accumulation, se substituent des logiques de rendement du capital, exigeantes, à court terme. A des liens territorialisés et inscrits à l'intérieur de sociétés politiques constituées par la culture, l'histoire et par la frontière, se substituent des rapports d'intérêt financier virtuels, banalisés, universalisés. Ce mouvement se traduit sans doute par une pression du court terme, il se traduit surtout par des atteintes manifestes à la robustesse du territoire, qui échappe aux choix et à la volonté des populations – y compris de préserver leurs modes traditionnels d'exploitation et de non-

valorisation. Le principe du colon – la terre est à celui qui en tire le meilleur parti – est dévastateur quand ce parti est défini par le rendement financier, non par l'intérêt direct de la population résidente. Les territoires redeviennent des espaces, seulement définis par leur rentabilité, espaces voués à la surexploitation du fait de l'absence de gouvernance politique. L'ensemble est porteur de multiples atteintes au droit des peuples de demeurer dans leur être, d'agressions contre la résilience de sociétés contraintes de l'extérieur de s'adapter à des règles et des exigences qui ne sont pas leurs. La réalité de la colonisation financière, pour être bien différente de la colonisation des Empires européens du XX^e siècle, est indéniable.

Elle est considérée par plusieurs comme « l'étape de trop » dans la marche en avant des marchés. Certains rappellent les émeutes alimentaires qui ont marqué le début de la crise, en 2007 ; d'autres font observer la volatilité croissante des prix agricoles et la tension montante sur les récoltes, qui suggèrent que les effets régulateurs et protecteurs à court terme des marchés à terme pourraient se révéler déstabilisateurs à long terme ; beaucoup observent enfin que la loi du rendement financier a favorisé la substitution des cultures de biocarburants au détriment des cultures vivrières, et que la hausse des prix des carburants fossiles risque demain de donner une actualité au dilemme posé par The Hindu Times lors du lancement de la Tata : « conduire ou manger, il faudra choisir ». ***Un mécanisme inédit de colonisation par la loi du rendement maximum s'étend à la fois sectoriellement et géographiquement.*** Il est inédit par sa nature, par le fait qu'il se déroule désormais au sein de sociétés développées (exemple du gaz de schiste ou des cultures OGM et du principe selon, lequel aucune ressource ne doit rester inexploitée ou sous-exploitée), par le fait qu'il instaure une concurrence des usages des terres arables (pétrole ou nourriture ?), par le fait enfin qu'il pose à neuf la question des droits respectifs des indigènes et des colons, dans des sociétés et sur des territoires peu enclins à se croire exposés à cette problématique – et promis à la découvrir violemment.

8 - La disparition des investisseurs de long terme

Quelles qu'en soient les raisons, le constat est à peu près unanime ; les investisseurs de long terme ont disparu du marché (à quelques exceptions près, dont celle des industries de défense). Ni les investisseurs individuels, ni l'Etat (à travers la CDC), ni les assureurs et les fonds de pension ne jouent plus le rôle qui a été le leur. La situation n'est pas particulière à la France, mais elle s'y trouve aggravée par la faible rentabilité des sociétés ; les entreprises françaises sont dépendantes à 18 % de leur bilan de financements à court terme, bancaires, les entreprises allemandes à 6 % seulement.

Le facteur structurel cité (Christian Rabeau) est l'absence des « mains fortes », c'est-à-dire des investisseurs capables de tenir dans les cycles et les mouvements de marché sans être contraints par des objectifs de court terme, des exigences de liquidité ou des ratios.

Ces acteurs structurants du long terme étaient :

-les capitalistes industriels, détenteurs d'entreprise propriété familiale à transmettre plus riche, plus puissante, plus performante, sans objectif de plus-value à réaliser ou de liquidité à assurer ; il faut y ajouter des particuliers, fortunés ou non, actionnaires d'entreprises de proximité ou à forte image, par souci d'intérêt collectif autant que par espoir de rentabilité ;

-l'Etat, investisseur en fonction d'externalités de court, long ou moyen terme, de nature différente (souveraineté pour les industries de défense et certaines activités innovantes, cohésion sociale par le maintien d'emploi en zones défavorisées, puissance dans certains secteurs internationalement reconnus, etc.)

-les institutionnels, investisseurs de long ou très long terme, visant la stabilité de l'économie et la sécurité des acteurs avant le rendement de leurs actifs, agissant de manière contracyclique sur les marchés (investissant en bas de cycle, se désengageant en haut de cycle)...

-des acteurs non tenus par le rendement financier à court terme de leurs actifs, au premier rang desquels se trouvaient les sociétés coopératives ou les mutuelles. Rémunérant leurs sociétaires de manière statutaire à un niveau voisin de celui des obligations d'Etat, ces entreprises privées, en concurrence, se trouvaient relativement protégées des cycles économiques, dispensées des effets de mode et du suivisme des gestions, et pouvaient dans une certaine mesure jouer le rôle de « contrarians » ;

-les fonds de retraite, quelle qu'en soit la forme institutionnelle, investis à long ou très long terme, sont structurellement des investisseurs de long terme... sauf s'ils sont soumis à une contrainte de liquidité quotidienne comme l'est l'assurance-vie. Le paradoxe voulant qu'un contrat d'assurance lié à la durée de la vie humaine doive faire face à une exigence de liquidité permanente, pour permettre des opérations de gestion à valeur comptable, comme un fonds monétaire, interdit de fait à l'assurance-vie, premier outil de retraite des français, de jouer son rôle macro-économique ;

-les particuliers, motivés en partie par des facteurs non financiers, parmi lesquels le patriotisme a joué historiquement un rôle important (emprunts de guerre), un facteur testé récemment avec succès par les Etats belges et Italiens (émission BTP de mars 2012) ;

-la fiscalité a multiplié les incitations parfois désordonnées, les préférences successives, les modifications quelquefois rétroactives, jusqu'à devenir illisible et incohérente, notamment en brouillant la logique centrale qui est l'incitation à la détention de titres à long terme.

Le constat est l'affaiblissement, la disparition ou le retrait de la plupart de ces investisseurs de long terme depuis une trentaine d'années.

Le constat réside aussi dans les difficultés multipliées d'accès aux financements pour les PME locales et régionales, pour quatre raisons :

- Réduction de l'offre de crédit bancaire, découlant de Bâle 3 et de la mesure du risque PME ;
- Réduction, voire disparition de l'investissement en titres non cotés par les assureurs
- Réduction de la demande de titres par les investisseurs, OPCVM aussi bien que particuliers
- Dégradation des conditions de marché du crédit bancaire dues aux circonstances économiques, avec des exigences plus sensibles pour les PME.

Des chefs d'entreprise soulignent le paradoxe ; alors que les passifs collectifs s'allongent, du seul fait de l'augmentation de l'espérance de vie, alors que les enjeux de

moyen et long terme liés au financement des infrastructures, de la prévention du dérèglement climatique, etc., sont connus, la finance et la banque vivent sous l'emprise du court terme. « Tout se passe comme si les investisseurs cherchaient hier à assurer la stabilité de l'économie, garante de leurs actifs, et qu'ils pensaient seulement aujourd'hui que ce qui est pris n'est plus à prendre » (Ch. Rabeau). Le déséquilibre actif passif des économies financiarisées est patent, et ne cesse de grandir ; les actifs mis en représentation d'engagements de plus en plus longs, fruit de l'allongement constant de l'espérance de la vie humaine, ne cessent d'être davantage soumis à des impératifs de court terme, notamment prudentiels et réglementaires ! L'ultime conséquence du phénomène de séparation des fonctions, propres au libéralisme économique, consisterait ainsi à voir l'investisseur ruiner, par ses exigences de rendement, la société dans laquelle il vit et le territoire qui est le sien !

Certains précisent la contradiction ; l'idéologie mondialiste des acteurs de marché financier est directement hostile à la résilience des sociétés humaines. L'exemple donné est celui des fonds de pension britanniques, qui vont chercher sur les marchés émergents une rentabilité qu'ils n'obtiendront pas en Europe, mais qui contribuent ainsi à supprimer l'emploi et dégrader l'activité, donc in fine les conditions de vie de ceux dont ils assurent les retraites (Florian de la Comble). Un autre exemple est celui des assertions banalisées dans les rapports annuels, telles que « la distance est abolie » ou « aucun critère de nationalité n'est pris en compte », jamais interrogées, et pourtant directement hostiles à la résilience des sociétés humaines, précisément définies par des solidarités autour d'un territoire et de critères d'appartenance.

Le rôle des modèles dits « à valeur de marché », des ratios prudentiels et de liquidité, des modes de gestion (« Value at risk »), des exigences d'information (valeur liquidative communiquée chaque jour), est mis en cause, d'abord parce qu'il va dans le sens d'une déresponsabilisation des gérants ; le modèle décide pour eux. Les systèmes de déclenchement d'ordres automatiques vont dans le même sens.

Certains accusent précisément la gestion indicielle et la dictature du benchmark d'avoir tué l'industrie de la gestion (Stéphane Remus), qui est une industrie sinistrée dans sa valeur ajoutée, l'essentiel de la gestion peinant à simplement maintenir le pouvoir d'achat des fonds qui lui sont confiés, l'essentiel des modèles, comme ceux de « value at risk » consistant à dégager la responsabilité du gérant et à le dégager de tout effort de conviction ou de choix personnel.

D'autres détaillent les échéances ; 3 ans pour du crédit bancaire, 5 ans pour le private equity, 8 ans pour les avantages fiscaux (PEA, assurance-vie) ; durées extraordinairement courtes par rapport à la vie humaine et aux échéances des opérations de retraite, de préparation de la transmission, durées raccourcies par les effets des modèles comptables (voir ci-après), de gestion, et de prévention des risques.

La réalité est qu'il y a structurellement des détenteurs ou gestionnaires de fonds à long terme, mais qu'un ensemble de biais réglementaires, comptables, d'information, de conformité, les conduit à gérer à court terme. Dans la mesure où les besoins de financement à long terme sont également manifestes, le constat est que les marchés financiers et bancaires ne permettent pas aujourd'hui une bonne allocation d'actifs. L'utilisation du capital est sous-optimale, ce que la pression en faveur du financement des besoins des Etats va accroître. La question du financement de l'économie, et plus

particulièrement du financement de la transition industrielle, est devant nous. Aucune incitation significative n'existe plus aujourd'hui pour le financement de la résilience de la société et la robustesse des territoires, le système de la finance globale fournissant des incitations massives en sens contraire.

Il conduit à constater que les Français épargnent, qu'ils dégagent du capital, que ce capital est mal employé, que les incitations fiscales à la détention d'actifs de long terme ne sont pas satisfaisantes, que certaines sont contre-productives et vont le devenir plus encore si la préférence pour le financement du déficit public grandit.

La révolution industrielle appelée par la recherche d'une économie sans CO2 et par des territoires robustes sera une révolution d'entreprises et d'entrepreneurs. ***En avance sur la prise de conscience et sur la décision publique (Grenelle de l'environnement) la France est en situation de buter sur l'accès au capital et sur la création des entreprises nécessaires pour transformer les constats en actions, en produits et en services, par défaut non de la demande, mais de l'offre.***

9 – Les marchés financiers ont changé de nature

L'effet cumulé de ces transformations majeures, dont beaucoup ont été invisibles, est un changement de nature des marchés financiers.

Le système de financement de l'économie a connu une transformation rapide et sans retour de ses cadres, de ses repères et de ses structures, à la fois du fait de la déréglementation, de la déliaison géographique, de l'endettement public et privé, de la disparition de corps intermédiaires entre l'Etat et le marché. La congruence entre les territoires, l'épargne, les besoins en capital, l'emploi et le revenu, n'a pas été assurée au niveau de l'Union européenne comme elle l'était ou devait l'être au niveau de chacune des Nations. La mobilité et la violence des mouvements de capitaux expliquent une part des crises successives (sud-est asiatique, bulle Internet, etc.) et des ajustements qui ont suivi, pendant que les facilités de la dette appliquées à l'action publique autorisent la fuite en avant des engagements non provisionnés (politique d'accession à la propriété de l'administration Clinton). De manière plus grave, parce que systémique, l'économie de marchés financiers fait une application mécanique de sa théorie, application ne prenant jamais en compte les facteurs de toute nature qui rendent toujours inopérants dans l'économie réelle les projections mécaniques, application qui néglige en particulier les limites que la finitude des ressources et la diversité des sociétés humaines lui imposent. ***Toute réflexion sur la résilience des sociétés et la robustesse des territoires comporte moins une réflexion sur l'incitation des acteurs ou la réglementation de la finance au service de l'économie, qu'une réflexion sur la définanciarisation de l'économie au service des sociétés humaines.***

Un examen critique, non de l'évolution des modes de financement depuis cinquante ans, qui dépasse largement le cadre de cette étude, mais des exigences et des interrogations à leur égard, révèle six éléments significatifs par rapport au cadre de cette étude :

-La modernisation financière s'est déroulée à l'intérieur d'un cadre implicite déterminant, structurant, mais jamais interrogé quant à sa validité. Ce cadre mondialiste, sans frontériste, est résumé dans la prétention de l'économie à être une science exacte, et à nier sa dimension politique. La modernisation financière se juge elle-même à travers des indicateurs, des performances, jamais remis en cause et jamais interrogés pour leur pertinence. La dimension idéologique de la révolution des marchés est manifeste.

-La modernisation financière n'est pas la sortie de la finance du cadre national qui prévalait auparavant, c'est la sortie de tout cadre social ou politique qui fixerait des limites, imposerait des séparations, ou préserverait un extérieur. A cet égard, ***elle ne se veut pas internationale, elle est anationale, désinsérée de tout territoire et de toute société humaine, les uns et les autres n'étant pris en compte que comme des moyens.*** L'accélération et la synchronisation des mouvements financiers sur la planète font bon marché de la diversité des sociétés humaines et de leur résilience.

-La modélisation mathématique, l'analyse statistique, la quantification générale, comme la dématérialisation des titres, expriment plus que la prétention scientifique de l'économie, la volonté de la finance de plier le réel à l'abstraction et de soumettre les sociétés et les territoires à ses objectifs. La finance s'émancipe de tout effet concret sur la croissance des activités, sur l'emploi, sur la santé des entreprises, etc. et refuse toute évaluation qui lui soit extérieure. Elle refuse toute limite, y compris celles que la finitude des ressources lui impose, et qu'elle a momentanément dépassées grâce aux mécanismes de la dette. Plus qu'ailleurs, s'applique la maxime de la modernité ; « il ne faut jamais demander pourquoi. »

-Cette modernisation s'est notamment déroulée au prix d'une approximation juridique de grande importance, considérant que l'actionnaire est le propriétaire de l'entreprise. Développée avec les théories anglo-américaines de la valeur actionnariale, de la corporate governance, de l'agence (Coase), négligeant l'analyse institutionnelle (Douglas North), cette approximation qui rend équivalentes la société, dont les actionnaires détiennent des titres, et l'entreprise, forme sociale d'une nature non uniquement économique, a légitimé les excès de la finance de marché, des privatisations et des délocalisations en devenant le moyen de la séparation instaurée par la finance entre les activités humaines, et de la virtualisation qu'elle opère à cet effet (voir ; « La déformation de l'entreprise par la sphère financière », La Gazette de la société et des techniques », nov. 2011).

-La modernisation financière s'affirme comme « le Bien », et se dispense de toute comparaison avec d'autres systèmes ou d'autres modèles, d'autant plus facilement qu'elle les ignore parce qu'elle les détruit. L'oubli du passé, l'ignorance de ce qui a précédé, de la façon dont la planète financière s'est imposée, n'est pas la moindre difficulté rencontrée par l'analyste privé de termes de comparaison et d'évaluation.

-L'innovation financière a transformé la nature des marchés financiers. Elle a donné une puissance inconnue aux établissements bancaires et financiers, déséquilibrant les rapports de force avec les Etats et les acteurs finaux, entreprises ou particuliers, plaçant les acteurs financiers au-dessus des lois et des frontières. Les marchés étaient le lieu où s'organisaient les relations entre différentes catégories d'acteurs, ils sont devenus le lieu où s'exerce le pouvoir des opérateurs financiers sur tous les autres acteurs de l'économie ;

Les marchés financiers ont changé de nature au cours des trente dernières années. C'est ce qui rend impropre la notion générale des « marchés financiers », porteuse de confusion parce que trop imprécise. Même si les marchés financiers actuels se sont désinsérés des sociétés et sont sortis des cadres légaux, prudentiels, moraux, imposés par les Nations, sans que des cadres internationaux équivalents jouent leur rôle, les jugements et les critiques portés sur eux ne concernent pas la technique qui est celle des marchés financiers, mais son évolution récente qui l'a fait sortir des cadres nationaux ou régionaux, des institutions et des sociétés. Le principe de l'échange de droits financiers, sur des marchés organisés, ne peut être mis en question, mais les modalités de ces échanges et les déséquilibres entre les différentes catégories d'opérateurs, directs ou indirects, doivent manifestement être réexaminés. **Un système illisible, imprévisible et incontrôlable, s'est substitué à des systèmes politiques nationaux ou régionaux certes imparfaits, certes sous optimaux, mais permettant un contrôle collectif sur l'économie et assurant à chacun d'évoluer dans des cadres lisibles et prévisibles.** Il est manifeste que de tels cadres sont une condition de la démocratie, et qu'eux seuls permettent d'imposer les préférences collectives à l'économie. **Il est tout aussi manifeste que l'abandon au système des marchés financiers et à ses automatismes supposés des arbitrages collectifs, politiques et sociaux, condamne à l'avance tout effort de transformation du contenu et de la nature de la croissance, première condition actuelle de la robustesse des territoires et de la résilience des sociétés.**

Quand les dividendes plus les rachats d'actions sont supérieurs, année après année, aux fonds levés en Bourse ; quand 70 % des ordres concernent des opérations à court terme (aller-retour) ou à très court terme (nanotrading) ; quand la volatilité des cours augmente à la faveur d'une opacité multipliée sur les conditions de production des prix... les marchés financiers sont dans l'incapacité de prendre le relais de l'intermédiation bancaire pour financer les projets à long terme et la révolution industrielle qui vient.

C) Quatre points décisifs

La modernisation des marchés financiers semble avoir conduit à une déterritorialisation, à une désinsertion sociale de grandes conséquences, mais en grande partie invisibles parce que ce sont des effets de système et non les effets de la volonté particulière de tel ou tel acteur.

Quatre points décisifs sont cités parmi ces effets de système :

1 – Le levier

Le point décisif de la perte de contrôle des institutions et des acteurs structurants de l'économie est à chercher dans l'effet de levier, autorisé par l'endettement (voir notamment « Leverage », Karl Denninger, Wiley Pub., Hoboken, N-J, 2012).

Un investisseur fait jouer l'effet de levier quand il emprunte pour multiplier le capital qu'il engage, et bénéficier de l'écart de rendement entre le taux d'intérêt de sa dette, et le produit de son placement. L'effet est banal ; l'accès à la propriété des ménages français dans les années 1960-1970, à un moment où les emprunts se faisaient à taux fixes dans un contexte d'inflation forte et de hausse des salaires élevée, a reposé sur l'effet de levier, la capacité

d'endettement limitant seule la capacité à réaliser de fructueuses opérations immobilières, puisque l'inflation annulait la dette ! L'innovation financière s'est vouée à accroître cette capacité d'endettement dans des proportions inédites, jusqu'à permettre à certaines opérations de se financer avec un levier de 150 – 1 euro investi permettant d'engager 150 euro empruntés, un rendement de 10 % permettant alors de rapporter... 15 euros par euro investi, soit 1500 %, moins le coût du crédit ! Les hedge funds sont la cible emblématique des critiques adressées aux effets de levier, alors qu'ils ne sont pas les auteurs d'un mouvement financé par les banques de dépôt ; pas de levier sans crédit, et pas de levier dans les hedge funds, comme LTCM, sans crédit accordé par les banques, comme UBS à l'époque (la faillite du hedge fund LTCM, sauvé in extremis par un pool bancaire a menacé le système tout entier de sa première grande crise systémique, en 1998) ! Tous les établissements bancaires, y compris BNP, Crédit Agricole ou Société générale (à travers une filiale commune, Newedge), ont développé des entités spécialisées dans le financement de hedge funds. Plus critique est l'emploi du levier pour le financement des opérations de reprise d'entreprise, connues sous les noms de « LBO » (Leverage buyout) qui consistent à endetter une société pour financer son rachat sur ses bénéfices futurs, ou encore l'emploi du levier pour des opérations sur les marchés dérivés.

Depuis les années 1980, la majorité des innovations financières sinon leur totalité, obéit à ces trois objectifs ; éliminer le risque ; rendre liquides des classes d'actifs qui ne l'étaient pas (par la titrisation, notamment) ; faciliter le levier à disposition des investisseurs. La capacité d'enrichissement des investisseurs n'a été limitée que par leur capacité d'endettement ; en période de surabondance de liquidités, elle n'est en fait limitée par rien. De sorte que le levier crée des effets de richesse et de prix hostiles par nature à la cohésion et à la résilience des sociétés humaines. De sorte que, loin d'assurer un financement sain, durable et juste à l'économie, l'activité financière a noyé l'économie réelle sous la dette et masqué la réalité économique sous les facilités de l'endettement. C'est ainsi que la perte de compétitivité des économies françaises et du sud de l'Europe et le niveau insoutenable des dépenses publiques dans ces pays ont été masqués par l'endettement public et le déficit public. C'est ainsi que la paupérisation réelle et durable des classes moyennes américaines a été masquée par des capacités sans cesse accrues du recours à la dette, sous des formes sans cesse plus diverses et sous des contraintes sans cesse allégées.

Les effets sociaux du levier sont moins souvent commentés que ses effets financiers, ils sont pourtant à l'œuvre et problématiques. C'est l'effet de levier qui explique la majeure partie des rémunérations observées dans la finance de marché, c'est l'effet de levier qui explique la majeure partie des écarts de revenus et des aberrations justement dénoncées dans la répartition de la richesse. Entre ceux qui ont accès et font jouer le levier et les autres, l'écart est considérable, il n'a aucune justification sociale, aucune proportion en termes de valeur ajoutée ou de compétence. L'effet de levier est un élément de dissociation sociale et d'affaiblissement des territoires parmi les plus considérables. Ses conséquences stratégiques sont également considérables ; seul, l'effet de levier utilisé sans limites par des acteurs privés explique l'infirmité des Etats à faire prévaloir leurs choix ou leurs intérêts, et la prise de pouvoir ici ou là manifeste par « les marchés », une prise de pouvoir qui ne désigne le plus souvent que l'effet du levier.

Multiplicateur d'endettement, la facilité du levier a joué dans la substitution du financement des politiques publiques par le crédit à leur financement par l'impôt et par les

systèmes redistributifs. Cette substitution prolonge le mouvement engagé en France par la loi de 1973, au plus grand avantage des établissements bancaires et financiers qui ont pu faire grossir leur bilan jusqu'au point où ils devenaient invulnérables, parce que « too big to fail » ; cette stratégie a été payante, d'abord parce que la peur d'une défaillance du système a conduit Alan Greenspan à injecter plus de 1000 milliards de dollars de liquidité par an à partir du krach des valeurs Internet, ensuite parce que le Federal Reserve Board a fait bénéficier les établissements en danger de toutes les facilités du « quantitative easing » pour éviter leur défaillance (pour plus de 7 000 milliards de dollars depuis 2008 ; la BCE a suivi, notamment en décembre 2011, en mettant à disposition des banques 489 milliards d'euros). La dimension politique et sociale du levier est importante ; d'abord parce qu'il s'agit de « faire de l'argent avec de l'argent », ce qui ranime les anciennes controverses sur l'intérêt légitime ou non des prêts d'argent ; ensuite et surtout parce que le levier est un instrument de pouvoir sans lequel des entités comme les hedge funds ou les fonds de LBO n'auraient jamais joué le rôle qui a été le leur, et qui est désormais le leur sur certains marchés de biens réels. Sans le levier, les acteurs financiers privés, n'auraient pu acquérir une puissance financière supérieure à celle des Etats et des institutions, les banques n'auraient pu contraindre les Nations à les sauver de la faillite.

C'est la technique qui a permis le gonflement démesuré des montants engagés dans les opérations et l'explosion de la taille des bilans bancaires au point de placer l'économie tout entière dans la dépendance d'établissements devenus trop gros pour mourir – too big to fail. ***Le pouvoir des marchés est en grande part le pouvoir du levier qui permet à des acteurs privés d'engager des opérations pour des montants bien supérieurs à ceux que la majorité des Etats, des entreprises non financières ou des sociétés humaines peuvent leur opposer.***

2 - La privatisation de la production des prix

Le prix de marché établit la valeur d'échange des titres de propriété ou de dette, il établit la relation entre l'acheteur et le vendeur, le prêteur et l'emprunteur, il est l'élément central de toute économie de marché, par opposition à une économie administrée où les prix et les taux sont décidés de manière arbitraire par les pouvoirs publics.

A ce titre, les Nations ont considéré jusqu'aux années 1980 et 1990, que les modalités de fabrication du prix de marché étaient d'ordre public, et qu'elles devaient garantir la transparence et l'équité, garantes de la confiance. Le prix des fonds d'Etat, le prix des actions des sociétés cotées, le prix de l'argent, à un, six ou soixante mois, était un bien public ; la confiance du public y était engagée. Divers systèmes prétendaient donner une garantie de nature publique à la production des prix, généralement dans le cadre de Bourses territorialisées, régionales ou nationales, organisées sous forme coopérative ; c'était encore le cas du New York Stock Exchange en 2000, coopérative de membres courtiers cooptés !

Tout a changé à partir des années 1980 ; la déréglementation a conduit la Grande-Bretagne d'abord, puis la France et l'ensemble de l'Europe, avant les Etats-Unis, à considérer que la production des prix de marché est une activité concurrentielle, industrielle, banalisée et donc privatisable. La technique et l'intérêt ont remplacé la règle et le bien

commun. Les titres avaient été dématérialisés ; les marchés ont été déterritorialisés et les échanges sont devenus virtuels

Cette évolution a mis fin au lien qu'entretenaient les modèles boursiers avec les sociétés et les territoires. Deux modèles de marché s'opposaient dans le monde ; le modèle britannique, un modèle de marchands de titres, qui vivent en bénéficiant d'écart de prix à la vente et à l'achat, et proposent les prix qu'ils veulent à leurs clients, selon la quantité de titres, la nature du client, etc. ; le modèle continental, un modèle de courtiers, qui vivent en percevant une commission sur les ventes ou achats de titres qu'ils réalisent sur un marché centralisé, assurant le même prix pour toutes les transactions réalisées au même moment sur le même titre, quelles que soient les quantités échangées et l'identité des investisseurs. Ce système reflétait des choix de société ; de la veuve de Carpentras au fonds de pension californien, tous payaient la même action au même moment le même prix.

- En 1986, le Big Bang londonien réalise les « trois D » ; déréglementation, décloisonnement, désintermédiation dans le domaine des marchés financiers. La réforme anticipe les possibilités offertes par l'informatique ; les valeurs mobilières (actions et obligations) deviennent des marchandises comme les autres, les marchands de titres et les systèmes de cotation deviennent des entreprises commerciales privées.

- La Bourse de Paris suit le mouvement en plusieurs étapes ; l'institution « Bourse de Paris », devient une entreprise privée, la Société des Bourses Françaises, puis Euronext, finalement rachetée par le NYSE en 2005. Le modèle de courtiers disparaît au profit de celui de marchands de titres ; un même titre peut être négocié sur plusieurs systèmes différents, en concurrence (les Electronic Trading Platforms), à des prix différents, qui varient selon les quantités et les intervenants. L'exemple extrême est celui des « dark pools », systèmes fermés qui permettent à un groupe de grands intervenants d'échanger entre eux des quantités parfois considérables de titres, les « blocs », dans des conditions d'opacité et d'anonymat totales.

-La remise en cause de la qualité des prix de marché suscite différentes tentatives d'élaboration de directives européennes pour en revenir à la centralisation des ordres sur des marchés réglementés. Notamment défendue par la Bourse de Paris-Euronext, cette position est combattue par les Britanniques et par le Commissaire européen Mario Monti. Sous leur influence, le principe de concurrence des systèmes de cotation est retenu comme principe européen. Les notions de transparence, de centralisation, d'égalité des intervenants et d'unicité des prix ont vécu. Les Bourses régionales disparaissent, les intermédiaires créent leurs propres marchés (internalisation des ordres par les banques), la signification du prix de marché se perd. L'inégalité de l'accès aux titres et des conditions de traitement des ordres devient un principe européen.

-La directive européenne sur les marchés des instruments financiers, dite Mifid, a des conséquences considérables. La déréglementation de la sphère boursière est d'effets plus lourds que le même mouvement dans les transports, les télécommunications ou l'énergie ; elle aboutit à la suppression de tout contrôle public sur la fabrication des prix de marché, qui n'ont plus de sens par rapport à la valeur des actifs représentés (JF Théodore, PF Dubroeuq). L'abdication de la Commission devant les intermédiaires anglo-américains est l'origine d'une perte de confiance justifiée de la part des investisseurs. L'effet est connu ; le

mouvement de retrait de la Bourse à la fois d'épargnants et de sociétés depuis la fin des années 1990, puis son accélération depuis 2008, en procède.

La fabrication des prix de marché était un monopole d'ordre public (officiers ministériels), elle est devenue une pratique commerciale abusive. Et pour les émetteurs, et pour les investisseurs, le prix de marché n'est plus qu'une indication, ni la plus véridique, ni la plus honnête de la valeur d'un actif donné à un moment donné. Dans la mesure où la confiance, et même la foi publique sont en cause, le processus de fabrication des prix de marché doit être revu. ***Sa privatisation, sans garantie d'ordre public à ses modalités, est un élément central de la société de défiance. Rétablir la garantie publique des prix de marché, dans le cadre des entreprises de marché gérant les carnets d'ordre et des chambres de compensation, est la clé de la confiance retrouvée et de l'intérêt renouvelé des investisseurs.***

Le cadre de production des prix de marché issu du décloisonnement et de la déréglementation est sous-optimal, il autorise des manipulations et introduit des biais multiples selon l'intérêt des producteurs de prix ou des acteurs privilégiés, en fait peu nombreux, qui agissent contre l'intérêt des investisseurs de long terme aussi bien que des émetteurs non financiers (entreprises et Etats).

La règle de la concurrence issue de la Directive sur la Libre Prestation de Service (1993) permet l'éclatement de la liquidité entre de multiples systèmes de négociation, et la préférence des intermédiaires va vers les systèmes de marché privatisés. Les systèmes d'échange électroniques qui ont remplacé les Bourses jouent un rôle dans la banalisation et la commoditisation de l'ensemble des produits financiers qui y sont traités, donc dans la déterritorialisation et la désocialisation des instruments financiers. Les intermédiaires peuvent émettre des produits dérivés sur n'importe quel titre financier coté. La surprise, puis la colère, du Président d'une société française cotée, découvrant que des options étaient négociées sur le titre de son entreprise sans qu'il ait été informé de leur existence, sans qu'il connaisse le marché sur lequel elles étaient traitées, alors qu'elles avaient une influence directe et forte sur le prix des actions de cette entreprise, vaut d'être observée ; elle illustre la dépossession dont les entreprises sont victimes, le pouvoir de séparation de la finance de marché, la colonisation rampante par des acteurs déterritorialisés qu'elle exerce à l'encontre de toute forme d'actif négociable. Les intermédiaires financiers peuvent négocier dans les conditions techniques qui leur sont favorables, comme ils le souhaitent et dans les conditions qu'ils souhaitent. Le trading à haute fréquence (certaines transactions ont lieu à la nanoseconde !) aboutit à ce résultat étonnant ; la durée moyenne de détention d'une action cotée au NYSE serait de 22 minutes ! ***Le processus de mise en concurrence de la fabrication des prix accélère la banalisation des actifs et exerce une forte pression en faveur de la suppression de toute spécificité locale, sociétale ou politique,*** au nom de la facilité d'arbitrage et de la comparabilité. Aucune différence autre que celle du prix, du rendement et des frais de courtage n'est possible entre différents actifs cotés sur ces systèmes, ce qui signifie la négation de toute externalité non financière. Le seul argument de promotion de ces systèmes est la faiblesse des frais de courtage, la légèreté de la réglementation, et la liquidité, qui doit être toujours plus importante pour attirer les investisseurs. La course au moins-disant réglementaire, la course à l'opacité et à l'anonymat des opérations aboutissent au développement considérable des « dark pools », ces systèmes qui permettent à des intervenants d'échanger des titres dans une totale opacité en

termes de prix, de quantités et d'identité. Les directives européennes, à des titres divers, (à voir ci-après) ont encouragé cette évolution, au nom d'un principe de concurrence entre les entreprises et les systèmes de marché qui ne considère jamais l'intérêt économique général. ***La fuite en avant technique, justifiée par la logique des moyens en vertu de laquelle tout ce qui peut être fait doit l'être, est l'un des facteurs de la crise, de la rupture des liens entre l'épargne et son objet, entre la finance de marché et les territoires.***

3 - L'uniformité du modèle

Dans une société d'individus prétendue planétaire, les marchés financiers sont chargés de dire le vrai et de donner les règles, en s'appuyant sur un discours d'économiste autoréférentiel, qui refuse toute confrontation avec des logiques ou des priorités non économiques, par exemple sociales. L'argent est le plus grand dénominateur commun de ceux qui ne partagent rien d'autre. L'abandon de la loi sociale et de la justice au marché est une conséquence de cette dilution de l'unité interne des sociétés qui limite l'expression de leurs préférences collectives.

Pour permettre aux marchés financiers d'assurer cette fonction, il est important que toutes les structures soient comparables ; le modèle unique de la société par actions et du régime de propriété et de décision ; « une action, une voix », tend donc à devenir le modèle unique d'exercice des activités économiques, en reléguant les autres formes d'organisation d'activité (association, mutuelle, coopérative, etc.) aux marges incertaines du système, et en précarisant leur statut et leur existence (voir, notamment les déclarations du commissaire irlandais Mac Creevy au Financial Times sur ce sujet, mars 2006). Cette exigence conduit à engager une véritable opération de déstabilisation contre les banques coopératives ou bien contre le système allemand de financement « sur trois piliers » (banques privées, établissements de droit public, banques coopératives) alors même que le système des Caisses d'épargne aurait joué un rôle amortisseur grâce à leur proximité avec le Mittelstand (K-P Schakmann-Falis, Au cœur de l'économie réelle, le lien Sparkassen-Mittelstand, et Brämer, Gisher et Richter, Le système bancaire allemand et la crise financière, in Regards sur l'économie allemande, 2011)

Un ensemble diffus, étendu et cohérent de règles, d'exigences, d'obligations, tend à réduire la liberté des acteurs économiques à organiser eux-mêmes leurs relations, la mobilisation du capital qu'ils engagent, la rémunération de leurs apports, selon leurs choix et leur volonté propre. Pour certains, le capitalisme de la société par actions est menacé du même syndrome de dépérissement que le capitalisme d'Etat, en éliminant ses alternatives et ses concurrents. Pour d'autres, le modèle de la société par actions est illégitime dans certaines activités, dans certains secteurs, notamment dans son interprétation juridique et financière récente et erronée.

Dans cette évolution, le rôle des agences de notation doit être souligné. Leur liberté d'émettre une appréciation sur la capacité d'un émetteur, quel qu'il soit, à respecter des engagements, quels qu'ils soient, relève de la liberté d'expression, de même que le choix de la méthode qui leur permet d'établir cette appréciation. En situation concurrentielle les agences de notation qui permettent effectivement d'anticiper un risque de défaut devraient survivre et prospérer, les autres disparaître. La situation est en fait plus complexe. Elle a

évolué en raison de la propension des régulateurs à contraindre les gérants de capitaux à tenir compte des notes données par les agences pour réaliser leurs allocations d'actifs ; plus, à calculer la solidité des banques en fonction de leurs actifs, pondérés de leur note ! Les mêmes critiquent d'un côté ce qu'ils rendent obligatoire de l'autre. Elle a aussi évolué en raison du poids acquis par les agences de notation, qui leur permet à la fois de délivrer une note et de conseiller l'émetteur pour améliorer cette note, qui leur permet aussi de multiplier les notations non sollicitées ; malgré l'imprévoyance radicale dont elles ont fait preuve, par exemple en n'annonçant rien de la crise des subprimes, le problème est tout entier dans la crédulité de ceux qui les suivent. Enfin, et surtout, elles sont sorti de leur métier en énonçant des préconisations aux entités qu'elles notent, Etats comme entreprises, institutions comme collectivités. Légitimes pour constater et évaluer un risque sous réserve de leur méthode et de leur professionnalisme, elles ne le sont ni plus ni moins que tout acteur pour donner des conseils. Ces conseils vont toujours dans le même sens, celui de l'intérêt de leurs mandants, les acteurs financiers ; moins d'impôt, moins de réglementation, plus de liquidité, plus d'ouverture, ... c'est aussi la direction du moins disant réglementaire et social, et de l'uniformité ; toute entreprise doit copier le modèle qui marche, ou qui semble marcher... sans mesurer qu'un modèle copié perd toute compétitivité. La conformité détruit l'intelligence stratégique. C'est ainsi que deux des principales agences de notation conseillaient d'imiter Enron, trois mois avant sa faillite !

Cette situation a pour effet la disparition des « contrarians ». Il est impossible d'être contre le consensus de marché, ce qui revient à dire que mieux vaut avoir tort avec les autres que raison tout seul, le prix à payer serait trop grand ! Le modèle unique de la société par actions exclusivement vouée à assurer le rendement le plus élevé au capital investi commande des comportements de marché identiques. Le résultat immédiat peut être d'assurer le triomphe du court terme, il peut être à terme de donner un avantage stratégique redoutable aux fonds souverains qui paraissent seuls en mesure d'agir réellement comme des investisseurs de long terme, donc de bénéficier des effets de cycle (et dont à cet égard la fonction mérite d'être considérée avec intérêt), il est certainement d'augmenter la profondeur des cycles, donc de permettre des opérations d'acquisition massive d'actifs de bonne qualité à des prix bradés en période de cycles bas (exemple des acquisitions de banques américaines auprès de banques européennes contraintes par les ratio de fonds propres). ***L'application de règles prudentielles strictes, de directives normalisatrices, d'un modèle unique d'entreprise financière, a pour effet de rendre en 2012 plus difficile, plus coûteux et généralement, impossible, de financer les investissements à long terme qui auraient été possibles voici vingt ans, aisés voici cinquante ans.*** Le programme français d'équipement en éoliennes de grande capacité, tel que le prévoit le Grenelle de l'environnement (appel d'offre présenté à la CRE début 2012) pour 2020, est certainement finançable par le marché ; il n'en va pas de même de la refonte des infrastructures de transport de la région ile de France, ou de la fourniture d'énergie en 2050... Les Franciliens, les Français inquiets pour leurs conditions de chauffage et de transport, les futurs retraités préoccupés par leurs conditions de vie pendant leur retraite, auraient spontanément intégrés les externalités des projets qu'ils sont appelés à financer. La disparition de l'investisseur final est un des éléments de la volatilité des marchés, un des facteurs de l'aggravation du court-termisme par ailleurs déploré.

4 – Le droit

Au nom du libre-échange, de la mobilité des capitaux et du « développement », l'extension du droit des contrats assure l'émission de droits financiers sur toute classe d'actifs. Cette extension du droit est la condition sans laquelle l'effet de levier, la mobilité des capitaux, la recherche du rendement le plus élevé, l'économie d'endettement, n'auraient pu produire les effets qui ont déterminé la crise de 2007-2011.

Les accusations de « prise de pouvoir » portées contre les acteurs des marchés financiers trouvent leur limite dans cette contradiction ; le pouvoir apparent des marchés n'existe qu'en raison du pouvoir réel des Etats ou des institutions qui assurent l'exécution des contrats et des sûretés. « La finance ne connaît ni territoire, ni Nations, elle abolit les frontières et ignore la distance » ; l'affirmation recèle une contradiction ; la finance ne peut se développer qu'à l'intérieur des règles, des lois et des sûretés dont les Etats sont in fine les garants. L'émancipation est donc illusoire, elle repose sur la paix et sur l'ordre, au moins pour l'exécution des contrats privés. La prétention est bien réelle, elle accrédite les expressions de « planète financière », de « finance sans frontière », etc. C'est moins que la finance de marché ne connaît pas les territoires, c'est plutôt qu'elle se pose en surplomb et prétend arbitrer les territoires, entre ceux qui assurent le meilleur rendement du capital, et les autres. C'est aussi qu'elle se pense comme système global, dont aucune activité, aucune partie du monde, aucune population ne saurait rester en-dehors. C'est enfin que les acteurs des marchés entendent mobiliser les Etats à leur service, celui de la bonne exécution des contrats dont ils sont partie prenante. Il s'ensuit des risques systémiques ignorés, comme celui d'une crise réellement globale, qui emporterait le système, quelle que soit la qualité intrinsèque des systèmes particuliers qui le composent. La déterritorialisation est opérée par les intermédiaires et les systèmes de marché, qui tirent les conséquences de la dérégulation et du décloisonnement commandés par l'extension planétaire de l'économie capitaliste de marché (servie par l'idéologie mondialiste et l'industrie du droit). Déterritorialisation d'abord des relations entre dépôts et crédits, collecte d'actifs et allocation d'actifs. A l'inverse de ce qui se pratiquait aux Etats-Unis à travers le CRA, Community Reinvestment Act, et le SMBA, Small and Medium Business Act, les règles européennes visant à la concurrence parfaite conduisent à éliminer toute préférence locale, régionale ou nationale des appels d'offre et des relations d'affaires, au sein de l'Union européenne d'abord, puis à l'égard de la quasi-totalité des pays du monde, ensuite (abandon de la règle dite « de la préférence communautaire », depuis 1988 et la directive Lamy-Delors). L'intermédiation bancaire ou financière joue dans le sens d'une rupture des liens territoriaux et sociaux, comme l'évolution de toutes les règles de congruence, tendant à s'appliquer de manière plus limitée, ou à l'intérieur d'ensembles de plus en plus vastes (à l'exemple des passifs en francs désormais libellés en euro). Les déséquilibres financiers internationaux et les arbitrages qu'ils permettent sont devenus une source majeure de revenus pour les banques, après le service aux Etats endettés ; le recyclage des dollars issus des excédents commerciaux de l'Asie, des revenus issus du commerce des matières premières, est une part essentielle de leurs revenus et de l'activité des marchés financiers. Il n'est pas certain que ces activités apportent une valeur économique quelconque, ou qu'elles concourent à la stabilité, la sécurité des sociétés humaines et à la confiance du public. La rupture du lien territorial et institutionnel a paru achevée, au prix d'une territorialisation et d'une banalisation qui transforment en profondeur le rôle des marchés financiers et la relation entre investisseurs et

actifs cotés. L'évolution récente, issue de la défiance, ou reflétant des divergences stratégiques, introduit des éléments de relocalisation dans le système.

Les marchés ne sont rien sans le droit. Le crédit bancaire n'est rien sans le droit des sûretés. Et les droits financiers reposent sur des contrats privés qui ne sont rien sans la force publique qui peut les faire exécuter. Les conséquences du placement de la dette publique auprès des investisseurs étrangers, la dépendance des gouvernements à l'égard de ces investisseurs, peuvent poser des questions redoutables en matière de souveraineté et d'emploi de la force publique. Tout indique que, dans certains pays d'Europe, le système de la dette et celui de la dépendance extérieure teste dangereusement ses limites. Des éléments financiers, monétaires, bancaires, jouent ou peuvent jouer un rôle dans les évolutions macroéconomiques et sociales. **Leur autonomie est subordonnée au droit, donc au souverain garant du droit.**

Pas de marché sans droit des contrats, pas de crédit sans système judiciaire, capable par exemple de prononcer des expulsions, et sans force publique ou privée pour les exécuter, pas de finance sans réseaux électroniques et sans défense contre le piratage ou le détournement des données circulant sur ces réseaux.

Pas de marchés des droits financiers sur les récoltes, les terres arables, etc., sans armées (nationales ou privées) susceptibles d'intervenir pour faire respecter les contrats sous-jacents – ce en quoi tout marché international de biens réels est un abandon de souveraineté ; comme l'avait vu Clausewitz, le commerce et la guerre sont étroitement liés.

Les droits financiers s'échangent sur le climat, sur les tempêtes, sur la qualité des millésimes des grands crus, sur les récoltes de cacao ou de lin, sur le prix du thon rouge au marché de Tokyo, etc. Ils donnent lieu à l'organisation de marchés de gré à gré, ils donnent aussi lieu à des prises de position à terme, à l'émission d'options, de produits de couverture, etc. dans des proportions considérables ; certains jours, les positions prises sur les marchés dérivés représentent 50 à 100 fois les positions prises sur les marchés du physique, ce qui signifie que seule une partie minime de ces positions correspond à la couverture d'opérations réelles, ce qui signifie aussi que ce ne sont pas les anticipations des acteurs économiques qui déterminent les prix, mais celles des opérateurs financiers ; **les dérivés déterminent les prix du physique.**

La question des effets systémiques, pro ou contracycliques, pro ou contra volatils, de ces positions est ouverte. Elle revêt une ampleur particulière dans deux domaines ; celui des matières premières agricoles, car l'alimentation est en jeu, celui des terres arables, car la souveraineté et l'aménagement des territoires sont en jeu. La sensibilité des sociétés humaines à la volatilité des prix des denrées alimentaires, des terres, de l'eau douce et de la mer, des ressources vitales, est bien supérieure à ce que peut être leur sensibilité aux mouvements des prix d'actifs financiers. Quand la volatilité des actifs financiers se communique aux biens vitaux, quand par exemple les prix des céréales sont déterminés par les prix du pétrole, et non par la demande alimentaire, des facteurs déterminants de la sécurité des sociétés sont en jeu. La question de leur rapport avec les territoires ou les sociétés est plus directement posée ; la capacité des acteurs financiers à créer des droits financiers, à les échanger, à en animer des marchés, fragilise les sociétés et les territoires, elle réduit leur autonomie et correspond à une forme larvée de prise de pouvoir et de contrôle. L'extension permanente du domaine d'émission des droits financiers doit être

considérée comme une agression contre les territoires et les sociétés dont la résilience passe une certaine stabilité, singularité et autonomie.

D) Les points en débat entre les experts

Les effets de l'évolution récente des marchés financiers et des modes de financement des économies européennes sont multiples. Dans le cadre de cette étude, et selon les auditions effectuées, il semble utile d'en préciser certains, directement ou indirectement déterminants quant à la robustesse des territoires ou la résilience des sociétés. Si les causes sont discutées, les faits sont reconnus :

1 – Le retour du contrôle, mais lequel ?

Le constat vient de plusieurs acteurs de la modernisation des marchés financiers et des circuits de financement depuis les années 1980 ; « le système financier n'apprend rien de ses erreurs parce qu'il les oublie aussitôt », « le système est autonettoyant ». Le mythe des marchés autorégulateurs, voire de l'autorégulation des acteurs financiers, aura produit des effets de dessaisissement et de dépossession des sociétés équivalentes à ceux d'accidents historiques majeurs. La volonté d'un retour du contrôle, généralement désigné comme « rerégulation », a provoqué un consensus verbal. Ses applications demeurent problématiques ; que contrôler ? qui contrôle ? et surtout, dans quel but ?

Tout se passe comme si la sphère financière poursuivait une logique qui lui est propre, et qui échappait à ses acteurs, même les mieux informés, même en situation apparente de pouvoir. Et tout se passe comme si la disjonction entre les activités financières et l'économie réelle avait atteint un point de rupture, exprimé par le niveau de l'endettement des acteurs privés et publics et leur augmentation continue depuis vingt ans. Une grande part des évolutions actuelles pourrait d'ailleurs être interprétée comme la recherche par les gouvernements et les institutions de nouveaux cadres d'exercice aux métiers de l'argent et des risques.

Dans le même temps, ces acteurs insistent sur un point important ; les cadres territoriaux et politiques hérités de la phase de la reconstruction étaient encore puissants et dominants dans les années 1970-1980, mais jamais il n'a été simple de financer des projets ou des entreprises ; les contraintes du Plan, de l'encadrement du crédit, du Comité des Emissions, n'étaient pas celles des marchés, elles aussi imposaient des coûts, des délais et des lourdeurs. Rien ne serait plus faux que peindre une situation idéale que les marchés financiers seraient venus dégrader. Rien n'est plus juste en même temps que de reconnaître que de grands projets et de grandes entreprises ont pu être lancés, financés et menés à bien, dans le cadre de choix collectifs, qui ne pourraient sans doute pas être financés aujourd'hui. Les Américains citent l'exemple du Hoover Dam, emblématique des grands chantiers du New Deal, les Français peuvent citer les exemples des lanceurs spatiaux ou des avions civils. La mobilisation de l'épargne nationale à travers des canaux institutionnels pour de grands projets nationaux (ou européens) a fonctionné, pour le meilleur et aussi le pire ; ***du Concorde au Minitel, du plan calcul au Crédit lyonnais, l'administration des financements n'a jamais été garante de la meilleure allocation de l'épargne, même si***

elle préservait le cadre national et territorial des opérations financières et fournissait aux acteurs un cadre lisible et prévisible à leurs projets, producteur de confiance et incitateur aux engagements de longue durée. La formule terrible de Pierre Manent donne à réfléchir sur les modalités de la construction d'acteurs publics de financement par l'Etat ; « il ira de plan-calcul en plan calcul, toujours courant, toujours soufflant, toujours en retard » (in « Les Libéraux, Tel, Gallimard).

Si les contraintes, les coûts, les biais ne sont plus les mêmes, c'est que les priorités ont changé, au terme de la grande transformation des décennies 1980-1990 :

- La priorité était nationale, elle est devenue mondiale, sous le nom de développement ou de croissance et fait l'objet des arbitrages supranationaux des investisseurs
- L'intérêt collectif circonscrit défini par le Plan, mis en œuvre par l'Etat à travers des institutions dédiées et des incitations spécifiques, est devenu l'intérêt d'acteurs privés déterritorialisés réalisé à travers des marchés ouverts et interdépendants ;
- La primauté d'intérêts incommensurables (souveraineté, indépendance nationale, etc.) a fait place à la primauté du rendement financier ;
- La volatilité des marchés a exacerbé la préférence pour le court terme, et considérablement réduit la lisibilité et la prévisibilité des conditions économiques.

Ni âge d'or, ni préhistoire, l'étude du financement de l'économie jusqu'aux années 1980 établit que l'unité nationale, la primauté de l'Etat et la confiance dans les cadres institutionnels imposaient aux marchés financiers des règles auxquelles les acteurs adhéraient globalement. **Le système de marché était inclus dans le dispositif national, qui imposait des principes, des règles des logiques, supposés contribuer à la résilience de la société. L'intérêt de la Nation, l'autorité de l'Etat, l'intérêt général, passaient avant les intérêts privés des investisseurs, des entrepreneurs, des banques et des intermédiaires de marché.** Ces préférences collectives étaient rendues possibles par un degré limité d'interdépendance internationale, une faible mobilité des capitaux et une conscience élevée des impératifs stratégiques nationaux. La crise de 2007-2008, après d'autres, a montré que l'autorégulation des marchés ne fonctionnait pas et que les cycles économiques demeuraient. Elle a aussi montré que l'économie de moyens réalisée par une société qui abandonne son fonctionnement au marché, avait un coût potentiellement infini, ce coût pouvant être la ruine de la confiance, condition de la circulation de la monnaie et du crédit. L'une des conditions d'amélioration (ou de rétablissement) de la résilience des sociétés réside dans leur capacité à se donner leurs propres lois et à imposer leurs préférences à l'économie. Et elle réside, non seulement dans la formulation de cadres aussi généraux qu'aisément contournés à l'action des opérateurs, mais aussi dans l'autorisation ou l'interdiction des produits ou des opérations eux-mêmes, la régulation des acteurs et le contrôle de conformité générant de fait leur irresponsabilité sur le fond.

2 – De la liquidité à la liquidation, quelle économie politique ?

Une rente ne se constitue que par la liquidation des actifs qui la garantissent (Valéry Jost). A cet égard, la situation de rente que les marchés financiers ont assuré à la génération du « baby-boom » occidentale détermine la gigantesque liquidation de ressources actuellement en cours. Non seulement nos économies doivent payer des rentes, mais elles

doivent dégager les ressources pour payer des rentes constituées à crédit ! L'extension des mécanismes financiers provoque une situation aux conséquences sociales et politiques considérables, qui requièrent la refondation de l'économie politique comme économie des préférences collectives.

Le constat général concerne l'exigence de liquidité des investisseurs et des gérants et les niveaux manifestement non soutenables d'objectifs de rendement assignés aux actifs. A l'exception, problématique mais soulignée par Fanny Picard, du private equity, où le « cash to cash » peut être attendu sur plusieurs années, dès le départ et sans ambiguïté (cinq ans en moyenne entre investissement et sortie), l'exigence de liquidité pèse sur l'ensemble de l'industrie financière, elle en constitue même un facteur d'évolution déterminant à mesure qu'elle se précise, se renforce et réduit ses échéances. Toute rente ne vaut que par la liquidation des actifs qui la constituent ; une économie de rentes illimitées assises sur la consommation des ressources réelles ne vaut que par la liquidation illimitée de ces ressources. Cette exigence apparaît fortement adverse à la robustesse des territoires, puisqu'elle valorise la mobilité des capitaux et des activités qu'ils financent, elle est aussi fortement adverse à la résilience des sociétés puisqu'elle favorise une génération détentrice de la rente par rapport à des générations dépossédées de ressources vitales, puisqu'elle leur interdit de se prolonger dans le temps et tend à considérer toute singularité et toute exigence collective particulière comme des freins, des handicaps, des dépenses inutiles (à l'exemple des classements : « Doing business »).

Cet élément est décisif ; l'apport de la financiarisation des économies de marché, telle qu'elle s'est développée depuis quarante ans, est sans doute d'abord la création de droits financiers sur des classes d'actifs qui n'étaient pas objet d'opérations financières, d'abord, ensuite la liquidité de celles parmi ces classes d'actifs qui ne l'étaient pas, ou peu, enfin la multiplication des effets de levier sur les droits émis sur ces classes d'actifs. L'ensemble signifie la capacité pour les acteurs de dégager des résultats quand ils le souhaitent, aux échéances qui leur conviennent, selon la dette qu'ils auront pu lever, et correspond à une position de pouvoir exceptionnelle ; par le levier, la finance tient les sociétés, puisqu'elle engage leur avenir.

Ces préférences se traduisent à la fois par la prédation générationnelle (exprimée par l'endettement public) et par la rupture avec l'histoire (aspiration à n'être lié ni par la génération précédente, ni par la génération montante) comme avec la géographie (l'espoir d'un monde plat, permettant l'accélération du mouvement du capital et de l'information, mais aussi le déploiement planétaire d'organisations uniques). **Elles réalisent l'objet d'une évolution collective majeure ; sous le nom de mobilité, la déliaison devient une valeur recherchée, avec la liquidité pour condition - il faut pouvoir sortir à tout moment, pour n'importe quel montant, sans prix à payer, de tout engagement ou de toute relation.** Elles participent du mondialisme – aucune détermination ne doit limiter les choix possibles, aucune attache ne doit réduire la mobilité, aucun lien ne doit freiner le changement, modérer la mobilisation, gêner l'accélération du mouvement des affaires, de la circulation des biens, des services et des hommes autour de la planète. Elles expriment l'espoir d'une croissance infinie, la conviction de disposer de ressources illimitées. Elles procèdent d'évolutions économiques, plus encore sociales et politiques de grande ampleur survenues au cours des cinquante dernières années. Toutes convergent pour assurer l'autonomie de l'individu à la seule recherche de sa satisfaction maximale, dans le cadre unique du droit des contrats.

Les évolutions en ce sens se sont accélérées au cours de ce qu'il est convenu d'appeler la seconde mondialisation. Elles ont été renforcées et orientées par des effets de système en partie autonomes, et qui peuvent être résumés à l'extension universelle du droit civil et commercial, du régime de propriété privée et de la mise en équivalence monétaire de tout actif, de toute relation et de tout engagement. Les fondements idéologiques de ces effets, le sans-frontiérisme, le culte du changement, la déterritorialisation et la quête de l'indétermination, tendent à supprimer ou à interdire toute critique des systèmes qui en découlent directement. ***Mais les présupposés de ces systèmes, que sont notamment la mobilisation de la force, publique ou privée, pour assurer l'exécution des contrats ou des engagements, posent et poseront davantage problème, à mesure que les conflits pour l'usage des ressources opposeront droit naturel (celui des résidents et des sociétés politiques aux ressources disponibles sur leur territoire) et droit positif (celui des contrats privés et des droits financiers).***

Ces phénomènes ont pour caractéristique commune de concourir à la liquidation rapide des ressources rares à travers leur mobilisation financière ; par ressources rares, au sens large, il faut entendre diversité humaine et culturelle, formes sociales et identités collectives, aussi bien que terres arables, forêts, énergies fossiles, etc. Le mouvement en ce sens pose la question de la qualité du milieu de vie, dont certaines composantes rares et parfois vitales (ressources halieutiques) paraissent menacées à court, moyen et long terme par leur mobilisation économique. Plus précisément, l'extension du régime des droits financiers à la quasi-totalité des actifs, l'extension de la comptabilité à valeur de marché à tous les éléments du bilan d'une entreprise ou d'un particulier, correspondent à une liquidation virtuelle permanente de tous les actifs, de toutes les relations et de tous les liens humains à leur valeur de marché, contre leur équivalent monétaire. Et le mouvement en ce sens est irrésistible quand les individus n'ont plus confiance dans l'avenir, quand ils ne sont plus liés à quoi que ce soit qui dépasse leur existence individuelle.

3 – Transformer les cadres temporels

La question du rapport au temps de nos sociétés est l'élément récurrent à toutes les auditions.

Le système actuel fait du temps une matière première d'abord, une marchandise ensuite, il organise donc la rareté du temps pour le monétiser (à travers les taux actuariels) et attribue un coût exorbitant au long terme. La vraie critique qui peut être adressée aux marchés dérivés, c'est qu'ils marchandisent le temps et les effets du temps, de manière fictive. Ils introduisent donc un biais avec la réalité. Rappelons que la loi, sous l'Ancien Régime, interdisait toute spéculation sur la durée de la vie humaine, jugée contraire à la loi divine, et que la France a conservé, jusqu'en 1885, des lois interdisant la spéculation et l'usure.

Sur les marchés financiers, le temps s'achète et se vend. Tout objectif d'augmentation se traduit donc par une contrainte d'accélération ; un rendement financier plus élevé, c'est une contraction du temps, que l'importance actuelle de la logistique comme celle du temps réel traduit bien.

Dans ce cadre de dilatation de l'espace des marchés et de contraction du temps, différents facteurs contribuent au raccourcissement des horizons temporels des acteurs de l'économie financière, généralement déplorée et réellement paradoxale.

- C'est d'abord l'effet des logiques de marché, et de logiques dans lesquelles la liquidité, c'est-à-dire la capacité à substituer à tout moment à tout actif sa valeur monétaire, est le critère essentiel de la valeur d'un marché, et de la sécurité d'un investissement ; il n'est sûr que si je peux le quitter, le liquider, à tout moment, sans délai et sans écart de prix. Immobiliser, c'est-à-dire incarner une dépense dans un bien non immédiatement revendable, ce qui est le propre par exemple de l'aménagement d'un territoire ou de la maintenance d'un bien public, est considéré comme nuisible.
- C'est ensuite l'effet d'exigences de rentabilité de plus en plus décalées de la marche générale des économies, donc de plus en plus contraignantes pour les projets qu'elles concernent. Comment tenir des objectifs de rentabilité moyens de 8 % pour les fonds de pension américains, quand l'économie US croît de moins de 3 %, autrement qu' en choisissant plus rigoureusement et en exigeant plus de rendement des projets financés, quitte à en menacer les fondamentaux, ou en allant chercher le rendement là où il est, en Chine, en Ethiopie, en Afrique, partout, dans les terres arables, dans l'eau, dans le sous-sol ? Le mécanisme élargit les horizons pour raccourcir les échéances ; il est à la recherche de ressources dont la liquidation n'a pas encore été réalisée. Et il agit selon le principe ; l'argent tout de suite vaut mieux que des promesses d'argent plus tard.
- C'est l'effet paradoxal et déjà souligné des réglementations visant à limiter le risque, et qui ne savent le faire qu'en resserrant le lien avec le prix de marché ou les notes des agences de rating. Un fonds de retraite, jeune, donc à durée de vie de 70 à 80 ans (s'il a de jeunes souscripteurs) est obligé de rendre des comptes chaque trimestre, de provisionner s'il perd un peu (plus de 20 %) de sa valeur en Bourse (« PDD », ou « Provisions pour Dépréciation Durable », etc.) et de tenir une comptabilité « à valeur de marché » - au prix de chaque soir pour des engagements à 80 ans !
- C'est aussi l'effet de la mondialisation, qui tend à promettre par extension indéfinie dans l'espace des rendements sur actifs qui ne seraient atteints que dans le temps long à l'intérieur de périmètres limités, sans intervention contraire. Nous ne sommes pas à la fin de l'extension du domaine de l'économie et de la finance de marché, soit que des territoires, soit que des actifs sur ces territoires restent à coloniser, c'est-à-dire à soumettre à la règle du rendement maximum.
- Les règles comptables vont dans le sens du raccourcissement des échéances et des horizons, puisqu'elles considèrent comme seul significatif le prix marginal d'un actif établi aux dernières transactions connues – et peu importe si l'on valorise ainsi une société de deux siècles d'existence et de milliards de capitalisation sur des transactions portant sur quelques dizaines de milliers d'euros seulement, le prix marginal décide du prix de tout le capital, le flux vaut pour le stock.

Ces éléments voient leurs effets amplifiés par des facteurs plus techniques, propres aux organisations de marché.

- Les systèmes boursiers, de marché, étaient organisés d'abord en fonction des priorités du financement public – pour placer les émissions d'Etat dans le public – et pour assurer des conditions jugées équitables au commerce des titres de propriété des entreprises sur le marché secondaire. Ces systèmes ont évolué de sorte à développer des offres attractives et segmentées ; non seulement le fonds de pension

paie désormais ses titres moins cher que la veuve de Carpentras, mais elle n'a plus aucune chance de savoir à quel prix il a acheté le bloc de milliers de titres qu'il achète... et l'entreprise n'en sait pas plus qu'elle à ce sujet !

- A des séparations géographiques ont succédé des séparations techniques et financières. Et à des objectifs de long terme – progrès de l'économie – a succédé un objectif plus simple ; dégager la plus forte rentabilité le trimestre prochain.
- Les produits financiers développés depuis la fin des années 1980, essentiellement depuis Londres, ont joué un grand rôle dans ce domaine. Cette situation est paradoxale ; en raison de l'allongement de la durée de la vie humaine. L'allongement des passifs, pour l'ensemble des engagements portant sur la durée de la vie humaine (retraites, notamment) se déroule au moment où les durées des actifs se raccourcissent.
- En raison de la durée du cycle de vie des investissements à réaliser ; sans même évoquer le cas du nucléaire, où l'unité est le siècle (provisionnement pour démantèlement des centrales), le passage à des économies sans carbone et gaz à effet de serre, le passage à des infrastructures autosuffisantes et/ou maîtrisant leurs externalités, représente un enjeu de financement sur 10-15 ans à 50 – 80 ans, soit le siècle !

L'ensemble joue dans le sens d'une augmentation du prix du temps. Tout se passe comme si nos sociétés, tenues par la dette, c'est-à-dire le passé, devenaient incapables de se projeter, de se choisir et de se vouloir. La préférence pour la liquidité est-elle autre chose que la défiance devant l'avenir qu'elle prépare ?

4 – Le paradoxe européen, comment sortir de la dépendance ?

Le constat général est que nous venons de connaître du fait de la crise financière américaine de 2007, une série de changements structurels dans les conditions de financement de l'économie, de la croissance et des engagements de long terme.

-Disparition de la notion d'actifs sans risques, que représentaient les émissions d'Etat. La perspective d'un défaut grec, d'autres possibles, réveille les investisseurs ; il n'y a pas d'actifs sans risques.

-Renversement de la hiérarchie des actifs ; les investissements en obligations émises par les grandes entreprises (dites « corporate ») ou en actions de ces grandes sociétés internationalement diversifiées représentent un risque perçu comme inférieur à celui de bien des titres souverains.

-Extension de l'émission de droits financiers et du régime des marchés financiers à des catégories d'actifs nouvelles, notamment dans le domaine des terres arables et de l'alimentation, du climat ou des catastrophes naturelles ;

-Difficulté durable, d'origine réglementaire, et du fait de Bâle 3, des banques commerciales à financer l'activité, en particulier à prêter aux entreprises au-delà de 2 ou 3 ans, aussi bien qu'à investir en fonds propres (pour des raisons de coût du capital) ; en février 2012, l'échec britannique du « Project Merlin » qui visait à contraindre les banques, en contrepartie des aides publiques reçues pendant la crise, à respecter des objectifs de

financement des petites et moyennes entreprises, et comportait des engagements chiffrés signés par cinq banques (HSBC, RBS, Lloyds, Barclays et Santander UK) est généralement attribué au coût en capital trop élevé de ces prêts.

-Incapacité durable, d'origine réglementaire, des sociétés d'assurance et des fonds de pension à investir en fonds propres dans les entreprises non cotées et coût élevé de leur investissement dans des sociétés cotées, du fait de Solvency 2 ;

-Affaiblissement de l'Etat en tant qu'investisseur de long terme (la CDC a joué ce rôle jusque dans les années 1970, dans des volumes limités et sur un marché peu liquide) et garant d'engagements de long terme (le contre-exemple du fonds de réserve des retraites et de l'emploi de ses fonds est cité comme modèle du court-termisme de l'Etat).

-Désincitation aux capitalistes familiaux industriels, sous les effets conjugués de l'idéologie anti-entreprise, de la fiscalité, du modèle unique « une action, une voix », de la pression du capitalisme financier, du culte de la mobilité (y compris celle des OPA). Société en commandite, dividende majoré, actions à droits de vote double, statut d'actionnaire de long terme, etc., constituent des moyens de la sécurité et de la stabilité d'entreprises protégées, non du marché de leurs clients, mais des cycles des marchés financiers et des manipulations des opérateurs de court ou moyen terme (LBO, private equity, hedge funds, etc.) ; l'exemple des sociétés familiales, patrimoniales, est souvent cité comme exemple de responsabilité territoriale et sociétale ;

-Mise en question de la croissance illimitée du fait des effets manifestes et incontestables de l'activité humaine sur le milieu de vie et l'environnement au sens large. Cette remise en question ne peut manquer d'exercer des effets puissants sur la rentabilité des placements et la valorisation des patrimoines, toute anticipation à son sujet encourageant la course aux biens réels

-Montée du thème de la relocalisation des industries financières et de l'ancrage territorial des opérations. La disjonction des grandes zones économiques mondiales est un fait nouveau et significatif. L'impossibilité pour les banques européennes de se refinancer en dollars aux USA à partir de l'été 2011 situe l'importance de cette tendance. Elle est illustrée par les retraits massifs des dépôts de banques et de fonds provenant des USA des banques européennes à l'été 2011, par le retrait des engagements des banques de l'Ouest européen qui sortent des systèmes bancaires de l'est européen (Agefi du 24 novembre 2011), ou encore par l'exigence imposée par la BCE de localiser dans les pays de l'euro les chambres de compensation qui traitent plus de 5 % des produits financiers libellés en euro (Agefi du 1^{er} décembre 2011, la BCE est d'ailleurs attaquée en cour de justice de Luxembourg par le Royaume Uni à ce sujet), défiance asiatique à l'égard des établissements financiers américains, protection des économies latino-américaines à l'encontre des investissements directs étrangers et des capitaux volatils (cité par Fr. Fukuyama, in Foreign Affairs, janvier 2012), etc.

-Assèchement du marché interbancaire. La défiance des banques les unes à l'égard des autres, les contraintes de liquidité imposées au titre de la règle dite « Bâle 3 », ont réduit à rien les échanges quotidiens de liquidité entre banques. Les banques se financent auprès de la BCE, elles cherchent aussi à attirer les dépôts de leurs clients, et notamment la trésorerie des entreprises et les avoirs des particuliers, au détriment notamment de l'assurance-vie.

Cette situation accroît la concurrence des ressources, elle n'est pas de nature à favoriser le développement d'investissements à long terme.

L'ampleur des changements structurels en cours est généralement sous-estimée, alors qu'elle est au cœur de toute réflexion pertinente sur les financements de demain qui seront fondamentalement différents ; ce qu'il faut financer, la manière de le financer et l'origine des fonds changent :

-Les Etats se mettent en situation d'obtenir le financement de leurs déficits et de leur dette à tout prix, et de ce fait risquent de faire jouer l'effet d'éviction à l'encontre des émetteurs privés (effet évité jusqu'ici notamment en internationalisant la détention de la dette publique) ; la première fonction des banques est de financer les Etats.

-Les changements ne sont pas compris, rarement décrits et peu gérés. Il est dit qu'ils s'imposent d'eux-mêmes, alors qu'ils correspondent à des choix idéologiques et à l'extension d'un système qui a pourtant gravement failli.

Plusieurs personnes auditionnées mentionnent un élément extérieur aux marchés financiers, mais grandement facilité sinon sollicité par eux ; la dépendance croissante à l'égard de l'endettement. Il faut de plus en plus de crédit pour fabriquer de la croissance. Aux Etats-Unis, de 2000 à 2007, le PIB a augmenté de 4 000 milliards de dollars, et les crédits à l'économie de 21 000 milliards de dollars (source : Vincent Strauss, Président, Comgest) ! Malgré le resserrement des conditions bancaires et le dégonflement des bilans bancaires, cette tendance s'est encore accrue, notamment du fait des trois actions de « quantitative easing » (QE) du Fed. La dépendance à l'égard du crédit, avec le risque et la mesure du risque qu'elle comporte, exerce un biais court-termiste notable.

Les acteurs vont être confrontés à des situations contrastées ;

-Les grands émetteurs privés, dits « corporates », s'ils bénéficient d'un bon rating, ont toute capacité à substituer au financement bancaire des financements directs de marché ;

-Les PME se voient contraintes de renforcer leur bilan et de présenter des comptes robustes, sous peine d'être à la fois privées des financements bancaires, plus rares et plus chers, et éloignées des financements de marché par fonds propres (aléatoire, cher, exigeant) et de dette (taille, risque, etc.)

-L'intermédiation de l'épargne est parvenue à tuer l'investissement direct alors même qu'elle n'est plus en mesure de répondre aux besoins spécifiques des PME, des entreprises de taille intermédiaire, des corporates à risque significatif.

De nouveaux modèles de finance directe (par Internet), d'apports de capitaux non bancaires par les réseaux (modèle dit « originate to distribute »), de crédit non bancaire (objet d'une attention particulière sous le nom de « shadow banking »), ou de création de nouveaux acteurs (coopératives bancaires d'entreprises en réseau), voire de financements publics directs (en Grande-Bretagne) seront-ils la réponse ? Si la diversité des modèles est un facteur de résilience, si la réduction de la part des banques dans le financement de l'économie doit aller de pair avec une moins grande dépendance des finances publiques et de la monnaie vis-à-vis des banques, le caractère à la fois convergent et paradoxal des évolutions structurelles en cours vaut d'être souligné ; alors que l'Union européenne n'a

aucune responsabilité dans la crise déclenchée en 2007 par les excès du crédit américain au logement et la pratique des « subprimes », alors que la plupart des krachs boursiers et de la volatilité des marchés étaient provoqués par les pratiques financières anglo-saxonnes, y compris dans les investissements directs en Asie du sud-est, la stratégie de puissance américaine a permis de faire d'évènements de crédit privés des évènements nationaux, puis de les transférer ailleurs dans le monde et de faire surgir la crise des souverains européens.

La manipulation aboutit à ce que l'Europe adopte sans l'analyser le système américain de finance de marché, un système dans lequel le crédit bancaire joue un rôle quasi-marginal dans le financement de l'économie, alors que l'Europe a vécu sur le rôle structurant des financements et des participations bancaires (Allemagne) dans l'économie. Etonnante situation, où le fauteur de crise garde le bénéfice moral de la sortie de crise et exporte les systèmes qui ont soit provoqué, soit diffusé la crise à ses suiveurs étonnés et muets ! La sortie d'une exposition excessive à la finance anglo-américaine, d'une dépendance injustifiée aux intérêts américains, est une condition majeure de la refondation d'une finance robuste et saine en Europe.

5 – Des risques financiers au risque politique

Les exigences des autorités en matière de contrôle des risques sont-elles de nature à compromettre le financement des projets à long terme, donc la transition industrielle et énergétique ? La question est posée au sein de l'Union européenne. Au titre de différentes réglementations et obligations prudentielles, les contraintes réglementaires, de solvabilité, de liquidité, etc., pesant sur les investissements des sociétés d'assurance, des caisses de retraite et des fonds de pension comme sur le crédit et les participations bancaires, augmentent très significativement. Il faut plus de capital pour prêter et pour investir. ***L'accumulation de mesures visant à éliminer les risques spécifiques pourrait bien être à l'origine d'un risque systémique plus considérable que chacun de ceux qu'elle entend prévenir, sil elle a pour effet mécanique d'interdire aux banques et aux sociétés d'assurance de se conduire en apporteur de capitaux propres à long terme.***

Les intervenants font observer que la grande majorité des réformes proposées ne traite pas les sujets qui ont provoqué la crise, les sinistres bancaires et financiers à répétition (du Crédit lyonnais à LTCM, Enron, la bulle Internet, la faillite de Lehman et les CDS) et moins encore la question du financement de l'économie et de l'entreprise, mais chasse des boucs émissaires (paradis fiscaux, marchés d'options, marché continu, banque de proximité, etc.) et propose des panacées (transparence, conformité, etc.) anodines quand elles ne sont pas pires que le mal parce qu'elles suppriment la responsabilité des acteurs.

Dans les années 1990, l'actif général d'Axa était composé à plus de 50 % d'actions ; ce pourcentage est tombé en dessous de 5 %, presque uniquement pour raisons réglementaires et prudentielles (Henri de Castries, in « La Tribune de l'Assurance », en mars 2004, évoquait déjà le caractère aberrant de certaines normes appliquées aux sociétés d'assurances !) ; le coût en capital requis d'une compagnie d'assurances pour investir en actions est trop élevé, alors même que cette compagnie d'assurances porte essentiellement des passifs de long terme, et qu'il semblerait logique, et de bonne politique d'adossement actif-passif, qu'elle investisse ses fonds également à long terme. ***La réglementation***

récente (Solvency 2) lui impose d'investir dans des titres à court ou moyen terme les primes reçues sur des contrats à long terme.

L'orientation est générale, mais les inflexions les plus significatives en ce sens ont été européennes, et sont résumées dans les réglementations prudentielles dites « Bâle 3 » et Solvency 2 » qui fixent les règles relatives aux provisionnements des risques, aux capitaux propres et aux provisions applicables aux banques et aux sociétés d'assurances. Pour prévenir des crises systémiques ou des accidents de marché, ces règles prétendent prévenir les risques de défaillance des acteurs, mais sont de nature à jouer de manière procyclique. Par exemple, contraindre les détenteurs à long terme à vendre un actif qui subit une baisse de sa valeur boursière ne peut qu'aggraver cette baisse, et les effets induits.

Par exemple encore, **la gestion d'un passif à long et à très long terme, comme celui de fonds de retraite en cours d'accumulation (au titre des PERP), fait l'objet de règles prudentielles similaires à celles applicables à des fonds gérés à court ou très court terme, exigibles à tout moment, et rend coûteuse et malaisée toute politique visant à placer des actifs de long terme (comme les actions) en face de ces engagements de long terme.** Plus encore que la comptabilité à valeur de marché, le régime des exigences en fonds propres des établissements bancaires ou des sociétés d'assurance, dissuasif à l'égard de la détention d'actions de sociétés non cotées, et le régime de Provisions pour Dépréciation Durable (PDD) doivent être considérés comme un puissant agent à la liquidation des actifs à long terme. Sous prétexte de sécurité, les dispositions européennes en particulier renforcent le biais du court terme auprès d'établissements structurellement orientés vers le long terme. Elles sont puissamment procycliques, plus particulièrement en période de baisse des marchés. Les acteurs institutionnels de gestion d'épargne, même s'ils sont chargés de respecter des engagements à long et très long terme (retraites) se voient contraints d'obéir à des normes prudentielles de court et de très court terme. Ce n'est pas la mauvaise volonté des gérants qui explique la déshérence pour le marché des fonds propres, c'est la réglementation qui rend hors de prix l'investissement en fonds propres des entreprises, en particulier non cotées. **Au nom de la prévention des risques, il est probable, sinon certain, que les règles adoptées depuis 2009 créent un risque plus grave, celui de la disparition des investisseurs structurels de long terme parce que détenant des passifs à long terme. Selon un mécanisme qui n'est pas sans précédent, des dispositions techniques circonstanciées et ponctuelles aggraveraient un risque politique et social majeur.**

6 – Réduire l'interdépendance, sortir de la finance mondialisée

L'extension des marchés comme leur régulation reposent sur des idées fausses.

Pas de primauté des marchés, producteurs de prix, sans l'idéologie du prix de marché contenant toute l'information disponible, sans la notion venue de Hayek, celle de « the man on the spot », l'individu auquel le marché dit à chaque instant tout ce qu'il doit savoir et pour lequel l'information de marché rend inutile toute autre information, comme tout débat (même si très peu de gens ont l'information sur les entreprises, sur la dette des Etats, sur le risque, cela n'a aucune importance puisque toute l'information disponible est contenue dans le prix

de marché). Selon la théorie des marchés efficients, notre réflexion n'a pas lieu d'être ; le moment venu, le marché financera ce qu'il y a à financer, et dans les meilleures conditions !

Dans la réalité, même l'analyse libérale reconnaît un biais temporel important ; ce qui se passera « dans longtemps » n'apparaît pas dans le radar des marchés. « Dans longtemps » peut signifier à 15, 25, 50 ou 100 ans ; le moment où le système de prix reflétera des anticipations des acteurs prenant en compte le phénomène prévu parce qu'il entrera dans leur champ d'attention et dans leurs critères de décision. Ce biais temporel reconnu a cette importance ; une partie des biens et services collectifs, comme une partie des actions de sauvegarde collective, ne peuvent trouver leur expression dans les choix privés des acteurs, ils doivent donc être pris en compte d'une autre manière, autrement.

Dans la réalité, et l'évolution du sujet des dettes publiques le prouve, la notion de prix de marché intégrant toute l'information est fausse simplement parce que le prix d'aujourd'hui détermine en partie le prix de demain – et que susciter par un moyen ou un autre une variation de ce prix aujourd'hui peut produire un prix demain. Elle est également fausse parce que le mode d'élaboration du prix ne tient aucun compte de la différence qualitative entre les projets ou les activités à financer.

Le consensus voulait que le risque des dettes souveraines européennes converge, ce qui a permis un temps à l'Espagne d'emprunter à taux plus bas que l'Allemagne ; le consensus a voulu ensuite que les risques soient différenciés d'un pays à un autre, ce qui a généré la crise de la dette grecque, irlandaise, etc. ; aucune évolution ne justifiait le renversement brutal de conviction des opérateurs, puissamment producteurs de prix et d'écart de prix !

Dans la réalité également, la « juste valeur » est une construction idéologique qui s'accommode de biais importants. L'exemple de la valorisation « à prix de marché, des portefeuilles de contrats des sociétés d'assurance est significatif ; un portefeuille de contrats ne peut s'évaluer de manière homogène, et les portefeuilles se transfèrent avec les actifs en représentation, ils ne se vendent pas. La fiction du « prix de marché », est totale, mais obligée (Valéry Jost).

Ce fait est d'autant plus important que l'identification des sujets à financer, pour le moins, n'est pas claire dans la conscience de nos interlocuteurs. Que financer demain ? reste une question sans réponse établie. Cette étude se limite dans ses constats et ses propositions, aux seuls facteurs financiers, bancaires et monétaires qui pourraient favoriser une meilleure prise en compte du long terme dans le but de servir la robustesse des territoires et la résilience de nos sociétés ; ce faisant, elle ne traite ni l'ensemble des éléments économiques, encore moins les aspects juridiques, culturels, sociaux et politiques qui, à bien des égards, précèdent et conditionnent les opérations aussi bien que les réformes financières.

Le mouvement de régionalisation de la finance mondiale qui a commencé à partir de la crise de la dette européenne à l'été 2011 (retraits massifs des avoirs des banques américaines de l'Europe, tarissement du marché interbancaire, vente massive des participations des banques européennes d'autres régions du monde, achat de biens réels par les banques chinoises surexposées au dollar, retrait de la

cotation sur le NYSE d'entreprises européennes, etc.) va se poursuivre, il est un élément majeur de la primauté des sociétés humaines sur la finance de marché.

7 – Projets à long terme, gestion à court terme ; vrai ou faux problème ?

Le contraste entre l'ampleur des défis à long terme et la disparition des investisseurs de long terme est un constat partagé par l'ensemble des personnalités rencontrées. Les questions de ressources finales sont bien identifiées, le sujet de la nouvelle révolution industrielle est largement partagé, certains projets pertinents sont connus, la perplexité est totale quant aux moyens de les financer.

Ce constat est largement attribué à la financiarisation étendue des économies, voire des sociétés, qui réduiraient tous les horizons temporels de tous les acteurs. Les moyens de la finance de marché sont en effet puissants, et leur puissance ne cesse de grandir, du fait notamment de la mise à disposition des opérateurs de techniques toujours plus rapides et efficaces (la multiplication des puissances de calcul et de transmission de données ayant provoqué des changements structurels), du fait aussi des niveaux élevés d'endettement des Etats et des modalités de gestion de la dette publique (placement sur le marché international des capitaux) qui créent un rapport de force favorable aux créanciers et à l'intermédiation qui les représente, du fait également des émissions massives de monnaie (« quantitative easing ») qui accélèrent la financiarisation des biens réels et les mécanismes de colonisation financière.

Le temps est celui de marchés et d'acteurs privés surpuissants qui cherchent à utiliser les Etats à leur profit ou à tirer parti de leur situation d'endettement. Leur action contribue à augmenter le prix du temps, donc les incitations à court terme, en ayant pour but l'augmentation du rendement du capital et du risque, mais pas seulement. Leur action est tout aussi déterminante dans l'extension planétaire du système de l'économie – tout actif, toute ressource doivent être mobilisés au service de la croissance - et dans son intensification – leur exploitation doit dégager le rendement financier maximal de chaque actif et de chaque ressource existante.

L'évolution nous paraît importante ; **les sociétés européennes, qui doutent du progrès matériel et des effets de l'accumulation économique, sont moins demandeuses de croissance économique que les acteurs financiers, qui voient dans la croissance le seul moyen de poursuivre le système de la dette**, dont ils bénéficient grandement. Il se pourrait même que la mise en cause générale des activités financières et bancaires actuelle ait pour raison l'écart entre des exigences de croissance forte, du côté du système financier, et un doute grandissant sur les vrais effets de la croissance, de l'autre côté, celui des sociétés européennes.

Les effets de cette action ont une importance stratégique et géopolitique considérable, mais sont peu commentés ;

-La colonisation, c'est-à-dire l'appropriation des ressources d'un pays par des acteurs étrangers, connaît une accélération remarquable, avec la privatisation des patrimoines collectifs, la multiplication des contrats à longue durée d'exploitation des terres arables, des forêts, et aussi des surfaces maritimes ; la banalisation des biens réels comme la terre, le

sous-sol, l'espace, est un effet du droit, non des marchés, des engagements commerciaux (OMC), non des acteurs financiers, qui modifie directement les conditions de l'autonomie politique des territoires ;

-L'autonomie des Nations est soumise au droit des contrats privés et aux règles du libre-échange ; un ensemble de plus en plus dense d'institutions internationales, d'organisations non gouvernementales, etc., tend à imposer aux Nations des règles de droit d'origine anglo-américaine, ni débattues, ni votées, mais imposées quelles qu'en soient par ailleurs les conséquences ;

-La mise en équivalence universelle de tout actif selon son rendement financier et son expression monétaire est un facteur puissant de la déterritorialisation et de la virtualisation des activités économiques, donc de la déresponsabilisation des acteurs ; l'économie et l'entreprise tendent à s'autonomiser à l'égard de tout cadre politique particulier, l'infrastructure du droit devenant une superstructure des politiques nationales contraintes ;

-Le droit au développement, c'est-à-dire l'obligation de la croissance économique, et la contrainte de l'endettement, donc de la dépendance extérieure, légitiment la destruction des systèmes sociaux non ordonnés à l'économie (sociétés traditionnelles, mais aussi modèles d'activité hors marché et économie monétaire, systèmes coopératifs, associatifs et d'échange). La fin des sociétés d'agriculteurs ou de pêcheurs vivant des ressources locales exploitées de manière durable, hors de l'échange monétaire, en procède directement ; les conséquences de l'extinction des modes non capitalistes et non financiers de l'activité économique humaine sur la consommation des ressources et la résilience des sociétés sont considérables, et très largement sous-estimées ; les fragilités d'une société urbanisée, entièrement dépendante d'infrastructures industrielles et de réseaux de prestation de service sophistiqués, sont multiples et bien supérieures à celles des sociétés rurales en autarcie ;

-La déterritorialisation des opérations financières, comme leur instantanéité (trading haute fréquence à la milliseconde !) et leur opacité (non déclaration des positions à découvert ou des Credit default Swaps, ou CDS, primes d'assurance contre le défaut d'un emprunteur), facilitent les actions délictueuses ou criminelles, dont l'ampleur semble très largement sous-estimée par les institutions et par les acteurs eux-mêmes. Les évolutions des systèmes de paiement (avec les e-monnaies et les e-crédits comme les lancent Facebook, de Bay ou d'autres) constituent un sujet d'attention majeur à ce sujet. La transformation en cours est par ailleurs et surtout un facteur structurel de l'irresponsabilité puisqu'elle rend les acteurs insensibles aux conséquences de leurs opérations ;

-L'instauration d'un modèle juridique unique, celui de la société par actions, et d'un principe juridique généralisé, celui du « fructus, usus, abusus » de l'actionnaire, qui excluent progressivement tous les autres modèles, celui de l'entreprise publique en premier, mais aussi celui des coopératives, des mutuelles, des SCOOP, etc. La disparition des « contrarians », les acteurs qui par nature, par statut ou par stratégie, prennent et tiennent des positions à rebours du consensus, ou indifférentes au consensus, est l'un des facteurs de la volatilité et de l'inconsistance des prix de marché.

Au-delà des intérêts nationaux, et quelquefois des conflits d'intérêt entre Nations, la finance de marché semble bien être l'élément décisif dans la mise en place d'un système

global de l'économie qui, sans, elle, ne disposerait pas des moyens de son extension planétaire.

C'est un autre point de ce rapport. Ce n'est pas dans le détail de ses opérations ou dans les choix de ses acteurs, c'est dans le système qu'elle instaure que la finance de marché raccourcit les échéances. **De manière systémique, c'est-à-dire non liée à tel ou tel élément particulier, l'économie de marchés financiers incite à privilégier le court terme, en donnant un prix au risque, donc au temps, en sous estimant les externalités, en faisant du rendement actuariel le seul élément de comparaison des activités humaines, quelles qu'elles soient.** Derrière ce constat, la question des incitations à privilégier le long terme est ouverte, entre ceux qui attendent le retour de la planification stratégique (Jean-Luc Gréau) avec l'Etat partie prenante, et ceux qui attendent davantage de la prise de conscience des investisseurs et épargnants eux-mêmes, par le biais de la RSE (Fanny Picard).

-Besoin de croissance, besoin de sortir de la croissance .Nous vivons un moment de grande confusion par rapport à la banque, à la finance, à l'assurance, un moment dans lequel les approximations, les généralisations hâtives, les contre-vérités détournent l'attention du seul fait déterminant ; **le modèle de croissance fondé sur l'augmentation constante de la production et de la consommation de biens réels arrive à son terme, et avec lui les manières d'habiter, de se déplacer, de consommer, qu'il a suscitées.** La perspective de l'épuisement des services gratuits de la nature, d'un abaissement de la diversité des espèces et de la disponibilité des ressources ultimes, ou encore d'un dérèglement climatique de grande ampleur résultant de l'accroissement continu d'émission de gaz à effet de serre bouleverse toutes les anticipations de rendement, parce qu'elle transformera les conditions de vie. L'illusion de richesse provoquée par les bulles financières successives ne cachera plus longtemps l'appauvrissement réel des pays européens ; l'avertissement du Président Mohathir Muhamad (ancien Président de la Malaisie, le 7 février dernier, BBC News), est clair ; « you can't remedy that by simply printing money ». Elle ne détournera pas longtemps l'attention de choix politiques et sociaux aveugles au long terme, indifférents aux conditions de vie de la prochaine génération, d'étranges alliances d'intérêt entre administrations européennes des finances et grands acteurs financiers internationaux, pour rendre responsables des acteurs, des entreprises, des secteurs d'activité, qui sont essentiellement les moyens de ces choix. En un mot, ce n'est pas parce que les banques et les marchés ont offert des conditions d'endettement avantageux que les Etats sont surendettés, c'est parce qu'ils ont multiplié les promesses d'assistance et les engagements non financés !

Le court-termisme généralement reproché au marché prend sa source loin de la finance, aussi bien dans le processus de décision politique que dans les préférences individuelles et collectives ; la préférence pour le court terme est une préférence collective !

L'analyse des multiples facteurs du court termisme reproché aux marchés est significative. Elle fait apparaître des éléments d'importance diverse, mais remarquablement convergents ;

-L'ignorance des externalités ; « ce qui n'a pas de prix ne compte pas ». La naturalisation du marché a pour conséquence de réduire la valeur de toute chose à son équivalent monétaire, et même, à son rendement financier. La substitution de la comptabilité

« à valeur de marché » (dite « IFRS ») à toute comptabilité en nature est exemplaire d'une négation de la singularité ; tout bien se réduit à son prix de marché, tout actif est son équivalent monétaire.

-Le marché des capitaux (émission de titres, financement bancaire) ne finance pas de projets à plus de vingt ans, les incertitudes de toute nature augmentant le prix du risque et conduisant à des exigences de rendement impossibles à satisfaire (Philippe Murer) ; le marché des financements privés paraît inadapté au financement de grands projets structurants, comme de projets locaux ;

-La quête du rendement annuel le plus élevé pour toutes les classes d'actifs est accentuée par l'intermédiation financière, qui réduit tout actif à son rendement financier ou sa valeur liquidative en limitant les bénéfices d'externalités;

-La déterritorialisation, ou virtualisation, des opérations économiques, rend les investisseurs insensible aux externalités réelles et favorise la déresponsabilisation des acteurs, elle joue un rôle plus important encore en ne créditant pas les risques de dégradation du milieu naturel ;

-La réglementation, dans son évolution récente, introduit un biais court termiste dans les incitations adressées aux acteurs institutionnels (banques, sociétés d'assurance, sociétés de gestion). C'est l'effet des règles dites Bâle 3, Solvency 2, Mifid, etc., qui entendent prévenir le risque en rendant plus coûteux en capital les engagements de long terme. Il faut souligner à cet égard les effets pervers de l'application de la directive Solvency 2 aux fonds de retraite et à l'assurance vie ; cette application interdit de fait à l'assurance-vie et aux fonds de retraite d'investir dans des sociétés non-cotées, leur rend coûteux d'investir en fonds propres dans des sociétés cotées, alors même que leurs passifs sont à long ou très long terme. L'un des effets inattendu de cette application devrait être une modification structurelle de la place de l'assurance vie dans les patrimoines des Français (Claude Fath).

-La privatisation de l'ensemble des activités économiques limite ou interdit la réalisation hors marché de grands projets collectifs (abandon des politiques industrielles, de la planification stratégique, etc.) L'intermédiation financière obligée contribue à distendre les liens et les responsabilités, et à réduire les incitations extras-financières des investisseurs ; elle accroît les externalités.

C'est une autre conclusion de ce rapport ; ***non seulement les efforts de régulation et de contrôle de la finance de marché n'ont pas restauré la primauté des sociétés et du politique, mais dans bien des cas, ils éloignent davantage les acteurs du financement des projets à long terme ou des choix collectifs, ou suppriment la responsabilité des opérateurs.***

8 – Régulation ; les marchés financiers, plus que les banques !

L'opinion est majoritaire ; la régulation se trompe de cible, elle contribue à l'affaiblissement du système européen et la destruction d'une singularité qui a bien servi la résilience de ses territoires et de ses sociétés. L'ensemble des ratio de fonds propres, de liquidité, etc., imposés aux banques européennes, les contraignent à vendre des actifs (leurs

participations internationales, leurs filiales spécialisées, etc.), à réduire drastiquement leur bilan, à sortir du financement de l'économie au bénéfice des marchés financiers, des marchés financiers largement contrôlés par la finance anglo-américaine. Certains parlent d'une agression stratégique majeure, dont le pouvoir d'achat et les patrimoines européens sortiront affaiblis, dans une in conscience européenne générale. Le système des marchés financiers s'est mis en place à partir des années 1980, en Europe en réaction au « Big Bang » britannique de 1986, partout dans le monde dans le cadre d'un « consensus de Washington » imposé à des pays endettés et dépendants de l'aide internationale par la conditionnalité de rigueur. Sous l'effet de l'ouverture internationale obligée, des déséquilibres internationaux (choc pétrolier, etc.), de leur incapacité à gérer leurs engagements sociaux (promesses non financées) et de la dépendance induite à l'égard des financements de marché, les Etats deviennent contraints par des acteurs supranationaux. L'un des éléments révélés par la crise est le lien entre les événements financiers et les évolutions macroéconomiques ; les uns et les autres sont devenus indissociables au point que certains l'affirment : « les marchés tiennent les économies et les sociétés, les marchés ont tenté et réussi en Europe un coup d'Etat invisible ». Pourquoi ?

-Les marchés financiers sont les premiers bénéficiaires de la crise, alors qu'ils sont les responsables de la propagation internationale qui a donné à la crise son caractère systémique. Le postulat de l'autorégulation des marchés est battu en brèche par les errements constatés du fait de marchés de gré-à-gré, sans compensation centralisée, sans transparence et sans règles. Aucune des crises qui se sont succédées, et accélérées, depuis les années 1990, n'a été résolue par les marchés eux-mêmes ; la crise de 2007-2008 n'a été résolue que par une nationalisation rampante des banques, qui n'ont survécu qu'en raison d'apports massifs d'argent public, d'abord aux Etats-Unis, ensuite en Grande-Bretagne, de manière beaucoup plus conjoncturelle en France et dans la plupart des pays d'Europe continentale ;

-L'assertion selon laquelle le prix de marché est la seule information dont les acteurs ont besoin pour prendre les décisions optimales est également mise à mal. Pas seulement parce que des biens sociaux essentiels comme la robustesse du territoire ou la résilience sociale n'y sont pas pris en compte, parce que des coûts futurs (destruction de la biodiversité, dégradation de l'environnement, atteintes à la santé humaine, etc.) y sont manifestement sous-estimés, mais aussi parce que les aberrations de prix constatées depuis cinq ans sont nombreuses, répétées, et n'ont rien d'accidentel. Elles conduisent des dirigeants de sociétés cotées à envisager leur retrait de la cote. Elles ont suscité des décisions irrationnelles. Et elles ont provoqué des situations dramatiques dans l'économie réelle. A ce sujet, il est difficile de ne pas rappeler l'histoire méconnue de la « modernisation » des marchés. Certains auteurs évoquent la fin des marchés comme nous les avons connus. Il est probable qu'en effet, ***le temps de la croyance naïve dans la vertu des marchés mondiaux comme système de vérité se substituant à la politique, à la coutume et aux mœurs, est derrière nous.***

-Le thème de la rerégulation des activités bancaires et financières s'est imposé depuis 2008, aux Etats-Unis (Dodd Frank Act), en Grande-Bretagne (rapport Vickers) et dans l'Union européenne (règles dites Bâle 3 pour les banques et Solvency 2 pour les sociétés d'assurance) ; tout semble indiquer qu'il va continuer à prospérer dans les années à venir, quelles que soient les échéances politiques ; quelles qu'en soient les modalités,

contestables et contestées, il traduit un incontestable retour de la volonté collective et de l'Etat dans le domaine des activités de financements. Pour paraphraser un auteur célèbre, **le financement de l'économie est une chose trop sérieuse pour être abandonnée aux banques ou aux marchés.**

Cependant, ce thème est mis en échec sur des points importants ; la lutte contre les paradis fiscaux a cessé d'être une priorité internationale ; la concurrence du moins-disant réglementaire et prudentiel n'a pas cessé ; et surtout, le biais voulant que le régulateur constatant les insuffisances de la réglementation surajoute des règles aux règles dans le domaine qu'il contrôle, et laisse de côté le domaine contigu en augmentant la prime aux acteurs parallèles ; la prolifération des entreprises non bancaires dans le domaine des moyens de paiement (Google, Facebook, Nobanco, Kwixio, etc.) évoque le phénomène des « non bank banks » aux Etats-Unis, ces entreprises exerçant des activités concurrentes de celles des banques sans en avoir le statut et sans en supporter les régulations. Le plus risque n'est pas celui des insuffisances réglementaires, c'est le risque que l'excès réglementaire favorise le « shadow banking », ou le déport du financement de l'économie hors des contrôles, comme certains signes l'indiquent déjà.

-Le thème de la territorialisation des activités financières trouve une actualité inédite depuis 2011, avec le retrait des fonds monétaires américains d'Europe, la réduction brutale des engagements des banques d'Europe de l'Ouest des pays de l'Est, l'obligation faite aux chambres de compensation traitant plus de 5 % de produits en euro d'être localisées à l'intérieur de la zone euro, etc. Le constat d'une évolution allant dans le même sens peut être établi en Amérique latine, avec notamment le contrôle des mouvements financiers (Investissements directs en capital) au Brésil et en Argentine :

-Le thème de la prévention des risques de taille (risque systémique), d'aléa moral, de conflit d'intérêt (séparation des métiers bancaires), de liquidité et de solvabilité, et les dispositions qui en résultent, bouleversent en profondeur les conditions de financement de l'économie ;

-Le thème du désendettement public et privé conduit à la réduction drastique des bilans bancaires (connue sous le nom de « deleveraging »), et à un réexamen de la fonction de création monétaire par les banques privées en concurrence. Au-delà, il interroge les modalités récentes de la progression du pouvoir d'achat des classes moyennes dans des pays en perte de compétitivité (la commission d'enquête américaine créée à la demande du Président Obama sur les subprimes» est à considérer sous cet angle – Secure Finance, 30-01-2012).

-Le thème des stratégies financières et monétaires, nationales ou régionales, ayant pour but l'affaiblissement de l'adversaire ou du concurrent, la dislocation de ses modèles et systèmes de référence, l'acquisition à bas prix de ses actifs essentiels, sa dépossession de son pouvoir de marché, nourrit la réflexion sur les dérives criminelles du système et connaîtra d'importants développements quand la lumière sera faite sur les conditions de déport de la crise américaine sur d'autres régions du monde. **La défense et la sécurité du territoire doivent, et vont, intégrer les agressions financières contre les territoires et les sociétés.** La croyance européenne en la libre concurrence n'épuise pas la question des relations entre les Etats et les puissances financières, et des affrontements géopolitiques en cours sur les marchés.

Ces thèmes auront des effets puissants, mais encore imprévisibles, sur l'image du système bancaire et financier par rapport la robustesse des territoires comme à la résilience des sociétés. A la question « que financer demain ? » s'ajoute la question « demain, qui financera quoi ? » ***Pour les personnalités rencontrées, le débat reste ouvert entre ceux qui considèrent que les banques privatisent l'Etat à leur profit, notamment en faisant jouer l'aléa moral à leur profit, et ceux qui jugent qu'à plus long terme, les Etats-Nations sont en train de reprendre la main sur la finance transnationale et que la planète financière est en voie de reclouonnement rapide.***

Dans les deux cas, le marché des actions risque d'être le grand perdant de la crise et de la sortie de crise, alors qu'il a prouvé sa résilience, et sa contribution à la résilience des sociétés qui s'y financent ; ***le financement en fonds propres des initiatives privées concourant à la nouvelle économie des biens réels et des ressources rares doit être la priorité de toute réforme des systèmes de financement orientée vers le long terme !*** A contrario, l'investissement immobilier est favorisé par la pondération des risques, au détriment du financement des entreprises, comme le sont les dettes souveraines, considérées comme un actif sûr, dont la détention immobilise moins de fonds propres, alors que toute la crise prouve le contraire !

En 2012, la poursuite de la crise initiée en 2007 par la politique d'endettement privé américaine renouvelle l'analyse et le regard sur la « modernisation financière » des trente années précédentes. Dans la mesure où elle invalide une grande partie des affirmations répandues comme des évidences (« la dette souveraine est un actif sans risque », « à vingt ans, les actions sont toujours le meilleur placement », « nous en avons fini avec les cycles économiques », etc.), elle est l'occasion de procéder à un inventaire sans complaisance ni parti-pris des effets de la financiarisation sur l'activité dans nos territoires et sur la résilience de nos sociétés.

9 – L'indispensable recherche des responsabilités

La question des responsabilités est des plus controversées. Les acteurs des marchés financiers considèrent, dans leurs opérations, être l'expression de préférences collectives dont ils ne sont pas les auteurs. « Nous répondons à la demande de nos clients », « nous réagissons aux indications du marché » ; les acteurs de marché aiment à se positionner comme simples exécutants d'ordres, de volontés ou de préférences venues d'ailleurs. Selon l'expression consacrée, appliquée aux marchés comme à leurs opérateurs, ils sont les révélateurs de tendances qu'ils ne créent pas, mais qu'ils peuvent amplifier, exagérer ou déformer, et quelquefois simplement, dont ils rendent possible la réalisation. Les gérants de capitaux cherchent à satisfaire leurs clients, les directeurs financiers et responsables de trésorerie cherchent à financer au mieux leur entreprise, les responsables de services de marché cherchent à répondre aux exigences coût de service et de liquidité, les assureurs-vie cherchent à concilier exigence de liquidité et logique assurantielle, etc. Les uns et les autres sont à l'intérieur d'un système dont rien ne les incite à sortir. ***Considérer les intervenants financiers comme seuls responsables du court-termisme dominant serait attribuer à la finance de marché une autonomie dont elle serait incapable si les sociétés et le monde politique occidental ne lui donnaient pas, ou même, ne lui demandaient pas, cette autonomie.***

Dans le cadre des Etats-Nations forts, des frontières établies, des sociétés humaines se donnant leur loi (dialogue social, voire cogestion), la banque et la finance de marché étaient des outils au service des projets. **Beaucoup s'entendent pour souligner que la résilience de la société française s'est construite sur une politique industrielle forte, dans les domaines du nucléaire, de l'aéronautique et du spatial, de l'agroalimentaire, des grands services collectifs, qu'aucune approche de marché et d'investissement privé n'aurait permis de mener à bien (Christian Rabeau). L'Allemagne est, sans doute avec certains pays nordiques, le seul pays de l'Union européenne qui n'ait pas abandonné au marché sa règle intérieure** ; il conviendrait d'examiner davantage les conditions de cette autonomie préservée du peuple allemand (à rechercher dans l'école de l'ordoliberalisme et la concurrence institutionnelle, organisée, dans l'organisation décentralisée qui assure une congruence réelle des emplois-ressources au niveau des Länder, dans la pratique de la cogestion qui voit des représentants syndicaux siéger dans les conseils et s'engager dans la stratégie de l'entreprise, dans les modes de financement d'institutions non capitalistiques, comme les Eglises ou les syndicats, qui jouent un rôle d'investisseurs de long terme et de stabilisateurs du capital des entreprises) .

Sur une planète financière en voie d'intégration, les seules limites aux ambitions des acteurs financiers sont données par le levier qu'ils peuvent faire jouer – et par le degré de cynisme concernant les effets collectifs de leur action individuelle. La mobilité et l'universalisme sont les meilleurs garants de l'augmentation illimitée des revenus financiers, c'est-à-dire de la capacité des activités financières à mobiliser sans limites de frontières, de lois ou de liens les ressources naturelles, humaines et sociales préexistantes, et à les liquider contre leur équivalent monétaire.

Les effets de système dépassent la volonté des acteurs, qui ont pu profiter d'une situation qu'ils n'avaient pas créée ; l'activité profitable de conseils aux gouvernements dans les banques dites « d'affaires » s'est développée parce que les gouvernements y avaient recours.

L'exemple des subprimes, des produits toxiques ou de la titrisation, est significatif ; dans des circonstances précises et dans des limites connues, ce sont des produits utiles, dont l'excès ou le dévoiement ont conduit à des catastrophes connues.

-La titrisation est une pratique excellente pour diminuer et répartir le coût du risque, donc faciliter le financement d'acteurs sinon difficilement éligibles au crédit ; elle devient redoutable quand elle est utilisée pour noyer le risque, accréditer la notion de rendement sans risque, et rendre opaque les sous-jacents aux titres émis dans le marché.

-Les Crédits default swaps sont des produits utiles à titre d'assurance contre les risques de défaut d'un emprunteur, et même les CDS dits « souverains » ont cette utilité ; ils deviennent toxiques quand ils sont utilisés pour pousser à la faillite un émetteur (« Les spéculateurs utilisent des méthodes... qui s'apparentent à celles des pirates du XVII^e siècle. D'abord, ils acquièrent des protections contre le défaut d'un pays, et ensuite ils tentent de le faire défaillir en faisant grimper le prix des CDS » déclarait Pierre Mariani à l'Agefi, le 25 novembre 2011). L'interdiction des « naked CDS », c'est-à-dire de l'achat ou de la vente de CDS par des acteurs qui ne sont pas détenteurs de titres de la dette du pays concernés, prévue pour novembre 2012 dans l'union européenne, est une bonne chose.

-Les produits risqués, dits « toxiques » proposés aux collectivités territoriales ont d'une certaine manière servis l'Etat dans son opération de décentralisation et de report sur les collectivités territoriales d'une part de la charge fiscale et sociale. Tout ce qui permettait à ces collectivités de supporter plus de charges était bienvenu. Les conflits de gouvernance qui ont suivi cette situation ne sont pas pour rien dans la situation de telle ou telle banque accusée d'avoir diffusé des produits toxiques auprès de collectivités inconscientes. Un exemple supplémentaire du taux d'actualisation élevé de l'Etat – mieux vaut un euro tout de suite que cinq dans plusieurs années...

La responsabilité n'est pas dans les produits ou dans les opérations, elle est dans l'excès, la sortie des limites et plus encore dans le décloisonnement géographique ou sectoriel qui étend démesurément les effets d'accidents spécifiques, attribuables à des acteurs connus dans des cadres précis, mais porteurs d'effets mondiaux de par l'absence de frontières et de séparations entre systèmes, marchés et acteurs.

La responsabilité in fine peut consister à juger légitime ou non – donc à interdire ou non – des produits ou des techniques dont la mauvaise utilisation présente des risques excessifs comparés aux avantages de leur emploi normal. La question du nucléaire s'applique aussi à la finance de marché. Certains produits, comme les CDS nus, certaines techniques, comme le trading à haute fréquence, certaines stratégies, comme le « quantitative easing », peuvent être comparés à des armes de destruction massive, et prohibés comme elles le sont. ***Le caractère explosif de certains produits ou de certaines activités de marché devrait conduire à les interdire purement et simplement, et à exclure de toute activité et de tout lien avec l'Union européenne les établissements qui les développent.***

V – Propositions

Les propositions présentées dans ce rapport sont numérotées de 1 à 30, pour permettre un report plus facile aux analyses qui les fondent et aux considérants qui les appuient.

Elles sont présentées de manière séquentielle, selon cinq logiques ;

- A) Améliorer la connaissance et nourrir le débat public*
- B) Donner toute leur place aux régions et aux territoires*
- C) Sécuriser le développement économique français*
- D) Améliorer la résilience grâce à la diversité des modèles*
- E) Assurer la préférence pour le long terme.*

Les logiques d'action sont de niveau différent, certaines peuvent provenir de l'initiative privée, certaines passent par des décisions nationales, d'autres supposent une initiative européenne, d'autres enfin sont mondiales. Chaque proposition fait l'objet d'une appréciation en termes de faisabilité, de 1, aisément réalisable, 2, réalisable mais de conséquences significatives pour certains acteurs, 3, supposant des changements de directives européennes, à 4, supposant une évolution de la doctrine et de traités et accords européens et/ou internationaux.

Avertissement

Toute proposition visant à améliorer la robustesse des territoires et la résilience de la société française ne peut qu'être précédée d'un avertissement ; non seulement les questions de financement ne déterminent pas la volonté collective, et ne sont pas décisives, non seulement l'économie même n'est pas décisive, mais la part du choix et de la volonté politique dans ce domaine est elle-même limitée. La résilience de la société ne se décrète pas plus que la robustesse des territoires ne se fabrique ; l'une et l'autre peuvent seulement bénéficier d'éléments positifs, d'incitations, d'orientations. Le reste est affaire d'identité, de liens, d'appartenance, d'unité interne, de croyances, et dépasse le champ des propositions de ce rapport – comme, sans doute, de tout rapport.

Les banques ou les marchés ne financeront rien qui ne présente un rendement attendu des fonds propres, un chiffre d'affaires, un risque estimable. Et elles le feront selon les indicateurs que les sociétés mettent à leur disposition, selon les systèmes comptables et de valorisation en vigueur, selon le droit des contrats et des engagements applicable.

De sorte qu'au premier degré, la résilience de la société, la robustesse d'un territoire, ne se financent pas. Ce sont des qualités politiques et sociales qui ne sont pas l'objet des marchés financiers, pas plus que d'opérations bancaires ou d'actes de gestion. Ce sont des préférences collectives que les clients expriment ou non dans leurs décisions d'achat, les investisseurs dans leurs décisions d'investissement. Que des projets concourant à la résilience des sociétés et à la robustesse des territoires trouvent à se financer, dépend d'abord de la valeur économique de ces projets et de leur rentabilité attendue en fonction des risques encourus par ceux qui les financent.

Si les Français accordent leur priorité à la résilience de la société française, si les Bretons ou les Alsaciens, par exemple, misent sur la robustesse de leur territoire, des projets se présenteront, et ces projets seront financés parce qu'ils seront rentables du fait des préférences individuelles et collectives exprimées par les investisseurs et par les consommateurs – à condition qu'ils aient les moyens de les exprimer, par la préférence locale ou régionale, par l'identification de l'origine des produits ou des services, de manière positive ou négative, par le boycott des produits et services non conformes à leurs préférences.

De sorte que rien ne sera possible sans une transformation majeure des formations initiales des futurs cadres et dirigeants des entreprises et des administrations, des formations qui n'éliminent plus la question du « quoi ? » par rapport au comment, qui n'évacuent pas la question du sens au profit de celle des techniques et des moyens, qui n'enseignent pas le cynisme de l'intérêt individuel au détriment du progrès collectif (voir l'article « Des managers, pas des MBA ! » par Henry Mintzberg, 2004). La question est rien moins que celle du « Laissez faire » et de l'idée fausse que le système fonctionne d'autant mieux que personne ne s'interroge sur le sens de son action.

De sorte également qu'en amont de toute proposition spécifique, rien ne sera possible sans une transformation radicale des systèmes comptables, des modèles de valorisation, des indicateurs de performance et du droit ; c'est la condition préalable à toute évolution du système des prix de marché qui permette, non de se dispenser du marché,

mais de contraindre ses acteurs à intégrer des facteurs aujourd'hui ignorés et les rendre responsables à cet égard.

C'est pourquoi ces propositions tendent toutes à rompre avec le mythe de la mondialisation heureuse des marchés financiers, pour tirer toutes les conséquences de la réalité dévastatrice de la liberté des acteurs financiers ; quand ils sont libres, les peuples ne le sont pas. La crise a montré que le libéralisme politique et le libéralisme économique divergent quand le second se prétend mondial alors que le premier est et demeure national ou régional - territorialisé.

Au second degré, la question devient celle, classique, de l'intégration de priorités non financières à des opérations de financement. En amont, une collectivité peut travailler sur la connaissance et l'information, sur la promotion et l'incitation, sur les normes et les règles ; elle peut modifier le coût du risque, garantir tout ou partie d'une opération, assurer sa rentabilité ; elle peut aussi modifier l'intérêt relatif de différentes opérations, pour favoriser ceux qui sont conformes à ses intérêts. La question présente, urgente, est alors ; comment éviter que les marchés financiers continuent à détruire la résilience des sociétés et à affaiblir les territoires ? Et comment, en définitive, rendre aux territoires et aux sociétés politiques le contrôle qu'ils ont perdu sur la finance de marché, la banque, la monnaie, comme ils l'ont perdu sur le temps, l'espace, et leur destin ?

C'est pourquoi ces propositions souhaitent contribuer à changer les poids et mesures de l'économie, en valorisant les projets et les entreprises qui préparent la nouvelle révolution industrielle à leur prix, en modifiant les anticipations des acteurs, en donnant un coût actuel à des pratiques dont les conséquences ne se feront sentir que dans un futur long, en jouant sur les risques et sur les prix, par le moyen de la loi, de la norme et de l'impôt.

Certaines directions politiques excèdent le cadre de cette étude : elles viseraient à rétablir la souveraineté monétaire des Nations, à établir des contrôles frontaliers européens, à protéger l'industrie, la banque, l'épargne européennes des agressions extérieures, à l'image de ce que font toutes les autres parties du monde, les Etats-Unis ou la Chine en premier, à limiter les effets prédateurs de la mobilité des capitaux internationaux et à affirmer un espace financier stratégique européen, et un contrôle sur les économies européennes, enfin à reconnaître des droits aux sociétés humaines donnant leur sens et leur réalité aux droits individuels abstraits.

A) Améliorer la connaissance, nourrir le débat public

Créer le terrain favorable aux décisions et aux projets, orienter ou déclencher les préférences collectives, est le préalable à toute action globale dans le domaine étudié. La référence dans ce domaine est américaine ; la démarche du « soft power », puis du « smart power », éprouvée depuis plus d'un demi-siècle et consistant à créer l'environnement et la réalité souhaités pour la décision publique, fonctionne. La référence est aussi allemande ; une économie moins ouverte à la finance de marché que celle de la France ou d'autres pays européens, a fait d'un réseau d'entreprises de taille intermédiaire liées à leurs territoires, notamment par l'intermédiaire des banques régionales et locales, un facteur de compétitivité et de résilience manifeste.

Les auditions qui ont nourri ce rapport convergent pour constater l'ampleur des opérations de désinformation, de manipulation, de propagande qui ont sévi depuis trente ans, depuis l'arraisonnement de l'économie par les acteurs des marchés financiers, l'invention d'une imaginaire science économique, et la sidération des gouvernements par les facilités apparentes de la finance de marché. Un immense effort pour ne pas savoir, pour ne pas comprendre, pour ne pas expliquer, a eu lieu. L'exemple est celui du hors-bilan, où s'est passé l'essentiel des sinistres récents, hors de la visibilité concentrée sur le bilan... Il est couronné de succès ; de plus en plus d'experts, de moins de journalistes et d'enquêteurs, de plus en plus d'économistes appointés par les intermédiaires financiers, de moins en moins de « contrarians », tout est fait pour que tout recommence comme avant, sans coupables, sans incriminations et sans jugement. L'influence des acteurs de marché, et de ceux qui diffusent l'opinion de leurs intérêts, a joué à un rôle manifestement considérable dans la formation et le formatage de l'opinion depuis une génération. **Les pouvoirs de marché sont d'abord des pouvoirs d'information.** Les dirigeants politiques eux-mêmes ont à différentes reprises semblé être sous l'emprise des acteurs de la finance de marché. C'est pourquoi le premier chantier concerne le savoir, l'information et la lucidité collective face à la prise de pouvoir de l'économie.

Proposition 1

Assurer la confrontation d'expertises contradictoires pour nourrir le débat public et la décision politique (Initiative nationale, faisabilité 1).

Sous prétexte de la science, en fait de la quasi-disparition de l'expertise indépendante et de l'économie politique, le marché s'est autonomisé par rapport au débat public et l'économie est devenue une annexe du marketing des intermédiaires de marché. La difficulté des sujets abordés ici vient du fait que tous sont par essence multidisciplinaires, alors que les expertises sont spécialisées, les compétences sectorisées et les points de vue, cantonnés. Ceux qui savent travaillent en silos, se tiennent à l'écart des généralités et ne savent que ce qu'ils savent.

A l'exception de grands travaux, largement diffusés comme le rapport Stern, ou comme le rapport de l'Imperial College (2012) pour l'enjeu climatique et la maîtrise du réchauffement, les études, rapports et documents disponibles sur le sujet sont pour la plupart spécialisés, se limitent à l'un des aspects du problème, et se dispensent généralement d'intégrer les aspects économiques et politiques de leurs orientations ou recommandations. Au pire, ils tiennent ces sujets pour inexistantes, et considèrent que la

croissance économique et le rendement financier des capitaux investis répondent à tous. Il est permis d'y voir la manifestation du mode de financement des travaux universitaires aux Etats-Unis, les entreprises sponsors des recherches portant un intérêt modéré au sujet, de la priorité donnée à la croissance en Inde ou en Chine, il est aussi permis d'y voir la manifestation d'une inconsistance économique et géopolitique européenne – ou de sa marginalisation volontaire... Il est surtout permis d'y redouter une manifestation d'égoïsme nationaux inconscients des effets globaux d'une transition inévitable, mais d'autant plus coûteuse qu'elle sera abordée et entreprise plus tardivement – et pas seulement coûteuse en argent.

La formation d'une expertise indépendante à la fois de l'administration des finances et des acteurs financiers, multidisciplinaire et décloisonnée, est une condition du débat démocratique et des choix publics ; une école réaliste des choix publics devrait en faire une priorité et s'attacher aux conditions d'une ingénierie publique en matière de financement, conditions parmi lesquelles figurent le maintien d'un Etat opérateur bancaire et financier.

Avancer dans ce sens suppose une réflexion sur la nature des entreprises de presse et sur la diversité utile de la détention de leur capital et de leur contrôle ; il est légitime que des entreprises coopératives, des entreprises à objectif de profit limité, concurrencent les sociétés par action. ***La diversité des opinions, l'intensité du débat, le refus de toute censure, font partie des conditions structurelles d'une réelle sortie de crise, pouvant dépendre d'un statut non actionnarial des entreprises de presse.***

Toute proposition concernant la robustesse des territoires et la résilience des sociétés doit s'inscrire dans une démarche analogue à celle de l'Imperial College, consistant à postuler un taux de croissance mondial (3 %) limité, politiquement négociable entre pays développés et pays en voie de développement, à évaluer la quantité soutenable de CO2 pouvant être émis dans l'atmosphère de manière durable et l'intensité viable du prélèvement biologique, pour examiner à quelles conditions et à quels coûts les meilleures technologies mondiales disponibles permettent de concilier aspiration à la croissance et qualité du milieu de vie. Les scénarios évoqués par le rapport, concluant que pour un coût de 2,5 % du PIB marchand, les émissions de gaz à effet de serre seraient maintenues à un niveau soutenable, en augmentant des deux tiers les prix de l'énergie et du transport, fournissent une indication à la fois sur la dimension de l'effort à réaliser, et sur la possibilité de le réaliser. Ils sont de nature à servir de base opérationnelle aux acteurs économiques soucieux de se positionner sur telle ou telle activité en rapport avec le sujet.

Proposition 2

Transformer les indicateurs économiques

Intégrer dans les indicateurs d'activité économique (PIB, PNB) la consommation de ressources non renouvelables, les impacts sur les services gratuits de la nature et la destruction de la biodiversité, dans les mesures de la richesse nationale le stock de ressources naturelles, dans la valorisation des entreprises les effets et les contre-effets de leurs activités sur le milieu de vie, la qualité sociale et la diversité, est la première proposition et la clé de toute refondation du système des

prix de marché (proposition réalisable au niveau national, faisabilité 1, et européen, faisabilité 3).

Le combat contre l'inflation ne peut demeurer la priorité exclusive de la Banque centrale européenne, l'obsession allemande reposant sur une mauvaise interprétation de l'hyperinflation de la république de Weimar dont les origines sont très antérieures et remontent au dogme de l'autorégulation de marché et du libre-échange qui ont détruit tous les repères et toutes les structures sociales dans l'Allemagne victime du Traité de Versailles (voir à ce sujet Karl Polanyi, « La Grande transformation », 1944) ; **le combat de l'avenir est le combat pour la capacité à agir des sociétés humaines, pour le changement du contenu de la croissance et de l'activité humaines**, tenant compte notamment de l'inversion des raretés ; le travail humain qualifié et le capital sont surabondant, les ressources matérielles et naturelles sont rares et le deviennent de plus en plus.

Les normes et les règles assurant la rentabilité des projets dans les domaines de l'énergie, de l'eau, du climat, du fonctionnement des écosystèmes, de la diversité humaine, culturelle et naturelle sont les conditions d'émergence d'industries favorisant la robustesse des territoires et la résilience des sociétés. Elles sont aussi les clés des positions concurrentielles des économies du futur. Par exemple, la détermination des règles concernant les émissions de gaz à effet de serre, aussi bien que celle des règles concernant la stabilité et la sécurité financières, doit être considérée comme un moyen essentiel de déclencher les projets d'entreprise et les comportements collectifs conformes aux préférences collectives territoriales et sociales. Le renforcement des pouvoirs administratifs et des experts indépendants des acteurs financiers ou économiques est une composante utile de ce dispositif.

Déclencher les projets industriels et la recherche dans ce sens sera l'effet de la loi. **La réduction des seuils légaux des émissions de CO₂ par km parcouru par les automobiles (moins de 100 g/km), la réduction analogue des émissions par kWh d'électricité (moins de 200 g de CO₂ par kWh produit), la réduction des intrants agricoles, la réduction des prélèvements d'eau, la réduction des consommations extérieures des bâtiments industriels et commerciaux, etc., sont de nature à redéployer les industries, et à donner un avantage compétitif aux industries des pays où les objectifs les plus ambitieux auront été fixés, en leur conférant une avance structurelle sur les industries des pays moins avancés.** L'exemple à suivre est celui des effets incontestablement positifs pour l'industrie automobile européenne de l'adoption du « bonus-malus » en 2008. Dans la future bataille pour l'économie des ressources, la loi, les instruments économiques, notamment fiscaux, la norme et la règle sont les moyens de l'avance compétitive des industries et des secteurs concernés.

L'incitation décisive viendra du système de prix. Les mutualisations internes, les choix politiques, tendent à abaisser artificiellement les prix des ressources vitales (alimentation, eau, énergie) par rapport aux autres biens et services. Inscrire dans les préférences collectives la priorité au changement de modèle industriel et de consommation passe par une hiérarchie réaliste et prospective des prix, incitant non seulement à l'économie de l'énergie, de l'eau, des sols, etc., mais aussi à la recherche et à l'utilisation des meilleures techniques réduisant leur consommation et leur coût. C'est un tel changement d'étalon de mesure et de repères de prix qui permettra aux entrepreneurs et aux investisseurs d'engager les projets de la nouvelle révolution industrielle.

« Il n'y a pas d'alternative » ; l'image, ou la réalité, du pouvoir des marchés s'est largement nourrie de l'affirmation répandue selon laquelle aucun choix n'est possible. L'affirmation est fautive, elle est une négation de la démocratie, elle institue la fautive science de l'économie dans une posture d'autorité qu'elle ne peut tenir, mais dont les conséquences peuvent être redoutables, comme elles l'ont été dans les années 1930, comme elles le sont aujourd'hui en Grèce. La politique est l'art des choix, elle est l'art de se redonner des marges de manœuvre et des capacités pour agir, elle est aussi la faculté de reconnaître qu'il y a toujours à choisir.

Il ne s'agit de rien moins que de sauver le système des prix de marché et du libre choix des acteurs, face à une menace effective d'un retour aux modèles étatiques et aux stratégies nationales agressives. La survie du libéralisme économique dépend de son aptitude à appréhender le réel et à faire fonctionner un système de prix, sans doute notoirement imparfait, mais supérieur à tout autre. Cette aptitude est menacée par l'immobilisme de postulats datant des origines de la révolution industrielle et d'un monde de moins de deux milliards d'habitants ! Les indicateurs actuels surévaluent grossièrement le rôle de l'activité marchande et des biens privés, et sous-estiment aussi grossièrement les biens publics non marchands, les services gratuits de la nature et des structures sociales. L'élaboration, la validation collective et la mise en œuvre effective de nouveaux systèmes de calcul et de mesure économique et sociale sont les conditions nécessaires de tout progrès réellement libéral dans le financement de l'activité, reposant sur l'incitation et les préférences individuelles ou collectives, plutôt que sur la contrainte.

Proposition 3

Modifier le système de prix par l'intégration de facteurs extra financiers

Dans une perspective analogue, l'intégration de la notation extrafinancière aux indicateurs de performance des entreprises et des émetteurs publics, la clarification et la révision des modes de production des indices boursiers (fondement de la gestion indiciaire et des arbitrages automatiques de portefeuille) comme la création d'indicateurs de la valeur de l'entreprise indépendants du prix instantané de marché de son action sont des facteurs éminents de progrès (initiative privée et/ou publique, faisabilité 1).

Déclencher l'action publique ou l'entreprise privée dans le sens voulu suppose un ensemble d'actions préalables auprès de l'opinion publique. Il s'agit de susciter la demande, de favoriser une préférence, de constituer un marché. Les études conduites dans le cadre de la finance comportementale (behavioural finance) et des déterminants psychiques des décisions économiques, mettent fin à l'illusion de « l'idiot rationnel » seulement mû par son intérêt individuel direct. L'analyse des conditions qui ont conduit l'administration Clinton à supprimer le « Glass Steagall Act (ou banking act)» en 1999, sous la pression d'un lobby bancaire s'étant assuré la complaisance de l'opinion, vaut quelques leçons.

Elle ouvre un champ nouveau à l'intégration des préférences non financières dans les motivations des acteurs. A l'opposé de ce que les acteurs intéressés de l'économie marchande veulent faire croire, les biens collectifs comme la sécurité, la confiance, l'unité, sont à la fois moins décevants, moins susceptibles de saturation, capables d'apporter des

satisfactions plus durables et plus profondes que l'achat, la détention ou la consommation des biens individuels marchands (voir Albert Hirschmann, « Bonheur privé, action publique »). **La revalorisation des biens publics, de la coutume, des mœurs et de l'unité interne de chaque société humaine est un préalable à l'appréciation plus juste de la valeur des uns et des autres, et des allocations de ressources qui y correspondent.**

Le développement humain et celui de la qualité territoriale posent le défi de faire mieux, de faire autrement, avec les mêmes hommes, les mêmes structures, sur le même territoire. C'est un défi dans le temps, c'est le vrai défi politique, celui de la diversité des sociétés humaines, de leur coexistence harmonieuse et apaisée.

Des territoires robustes, des sociétés résilientes, constituent des biens et services publics d'une valeur bien supérieure à ce que la plupart des services et biens privés peuvent apporter aux individus. La valeur de ces biens ne se fait pleinement sentir que dans les moments de crise, dans les moments où elle est menacée. L'émotion suscitée par les catastrophes climatiques ou alimentaires, la peur issue d'évènements extrêmes, le souci dominant de la sécurité des personnes, ouvrent autant de terrains favorables à la prise de conscience en ce sens par les questions qu'ils posent, mais dangereux par l'attitude défensive qu'ils suscitent. Les pratiques américaines de mobilisation de l'opinion contre l'ennemi, qu'il s'agisse d'évènements climatiques, de menaces internes ou externes, de concurrents économiques ou politiques, méritent plus d'attention. Elles doivent susciter une nouvelle analyse des choix publics européens en rapport avec la mobilisation de la conscience collective. Préparer la résilience d'une société dans un contexte de croissance faible, de l'ordre de 1 % à 2%, signifie porter une attention exigeante sur les situations de rentes indues et de prise illégale d'intérêt, sur les opérations prédatrices et les abus d'initiés, recentrer l'action publique sur la justice et l'équité, et plus encore, restaurer la primauté de l'Etat sur les intérêts privés, notamment afin d'éviter les effets de captation réglementaire et de constitution de monopoles ou de positions dominantes.

Proposition 4

Identifier nominativement les donneurs d'ordre

La protection des investisseurs comme l'intérêt à long terme des entreprises demandent que soit réétudié l'ensemble des dispositions qui ont démantelé les places boursières et financières existantes. **Le principe européen devrait être que toute opération financière doit être déclarée, ses modalités connues, ses donneurs d'ordres identifiés, et être réalisée sur un marché réglementé.** Le risque de passer à côté d'innovations intéressantes, ou importantes, est moindre que celui de déclencher de nouveaux accidents, aux résultats insupportables. A titre d'exemple, l'étude de l'AMF (mars 2012) sur le marché des CDS souverains établit à la fois l'opacité considérable entourant ce marché, l'ignorance des montants en jeu et des porteurs du risque, et la corrélation entre marché des CDS et obligations d'Etat en période de spreads élevés (décision européenne, faisabilité 2).

L'identification des personnes physiques ou morales et, dans ce cas, des personnes physiques contrôlant la personne morale, détenant des titres d'une entreprise doit devenir la condition d'exercice des droits de vote attachés à ces titres.

De telles dispositions visent moins à permettre à l'administration fiscale d'identifier les propriétaires des valeurs mobilières, qu'elles doivent permettre aux sociétés émettrices de connaître leur actionnariat, d'entrer dans une relation de recherche d'adhésion de long terme sur leur stratégie et leur histoire, de limiter l'intérêt des opérations de court terme et de l'emploi de structures anonymes et exotiques. Elles doivent surtout renforcer l'intérêt des investisseurs individuels pour la détention directe de titres. Elles doivent concourir à réduire l'intérêt de la domiciliation dans des paradis fiscaux qui préservent l'anonymat des transactions et des opérations sur titres, et interdire la pratique des trustees britanniques.

Proposition 5

Centraliser les opérations sur les matières premières sur un marché réglementé

Les dispositions préconisées en ce sens conduisent à revoir l'essentiel des directives adoptées depuis les années 1990, sous l'influence de l'idéologie du marché autorégulateur, en particulier les directives sur la libre prestation de services en investissement et sur les marchés d'instruments financiers. Elles sont urgentes, en particulier dans le domaine de la supervision des marchés de dérivés sur les matières premières, qui étendent leurs activités aux marchés des matières premières agricoles, avec des effets géoéconomiques et géopolitiques encore inconcevables. ***L'exigence de transparence et d'identification des positions prises par les acteurs de ces marchés, les limites de positions et la détection des manipulations de prix ou des abus de position dominante sont la base de leur régulation (décision européenne, faisabilité 2).***

Proposition 6

Traiter les droits de vote des sociétés de gestion

L'extension de la part de la gestion collective dans l'industrie financière est un élément systémique de risque, notamment par les biais qu'elle introduit entre les choix de l'investisseur et la réalité de l'allocation d'actifs correspondante.

Dans ce domaine, la question de la délégation et celle des mandats est centrale. Elle constitue un enjeu de progrès dans la responsabilité des acteurs et dans l'expression des préférences individuelles. Les politiques générales, souvent connues sous le nom de « Responsabilité sociale de l'entreprise », sont généralement un moyen de détourner l'attention, voire d'inverser les véritables préférences des mandants, au sein d'un « politiquement correct » ni gênant pour la marche des affaires, ni contraire à l'idéologie du marché (telle banque concourt pour les agences les plus vertes, mais finance les opérations de biofuel qui rasant les forêts indonésiennes ou africaines, telle autre est championne de « la diversité » mais délocalise dans les pays à bas salaires, telle autre encore met en avant sa proximité territoriale, mais centralise les dépôts des régions françaises pour les employer à de fructueuses opérations pour compte propre partout dans le monde, sans lien avec ces régions).

Les sociétés de gestion servent les intérêts financiers et non financiers de leurs mandants, et non de la société d'assurance ou de la banque qui est leur actionnaire. Elles

votent aux assemblées, selon des politiques qui ne sont généralement pas connues par leurs mandants, et qui leur sont encore moins soumises. **La révision générale des mandats, des pratiques de délégation et des obligations qui y sont associées est nécessaire, dans le sens d'une plus grande faculté de choix des investisseurs finaux. Quels sont les choix de gestion ? Quelle est la politique de vote aux Assemblées générales ? Quels ont été les votes suivis d'effet, les résolutions proposées, les administrateurs invalidés ?**

A cet égard, il est souhaitable que **les sociétés de gestion adoptent, formalisent et fassent connaître aux clients qui leur donnent mandat de gestion, leur politique générale en matière de vote aux assemblées ; les conditions de leur exercice de ce vote, et le cas échéant, les orientations marquantes de ces votes** (cas d'OPA notamment, rémunération des dirigeants, pratiques environnementales). C'est la condition d'une mise en œuvre effective de la responsabilité sociale des investisseurs qui réponde effectivement aux choix et aux préférences de ces investisseurs, non à des idéologies extérieures. L'emploi d'Internet rend informations et consultations à la fois faciles, peu coûteuses, et peut les rendre systématique. Tous les moyens existent pour que les délégations aient un contenu, pour que les mandats soient validés et conditionnels ; le progrès dans ce sens est indispensable pour relocaliser la finance et traduire dans les décisions de gestion et dans les votes aux assemblées les préférences effectives des mandants, pas la conformité à l'idéologie de la finance de marché qui leur est imposée. Relocalisation, préférence pour l'emploi local, contrôle des rémunérations, etc. ; la représentation par les mandataires des choix effectifs de leurs mandants est une condition de relations renforcées entre la finance et les territoires, la finance et l'économie réelle (initiative nationale et privée, faisabilité 1).

B) Donner leur place aux régions et aux territoires

De manière volontaire, les citoyens européens doivent disposer de tous les moyens pour que leurs achats, leur épargne, leurs investissements, leur choix d'une banque ou d'un assureur, servent consciemment à renforcer ou à détruire la résilience de leur société et la robustesse de leur territoire.

Proposition 7

Informé sur la valeur ajoutée européenne des services et des produits

Le marché sépare ce qui était uni par le territoire et par la société, unit par l'intérêt et l'argent ce qui était auparavant séparé. Le fondement historique de l'avènement de marchés déterritorialisés et désocialisés est à rechercher dans l'avènement de l'individu comme « homo economicus ». Yazid Sabeg pose la question ; « quid de la préférence nationale qui a joué à plein dans des pays comme les Etats-Unis, la Suède, l'Italie et l'Allemagne ? » (in Previsis-Xerfi, Finance, emploi, relocalisation, 2011). Tout ce qui concourt à resserrer l'unité nationale, non pas contre, mais avec et à travers l'Union de l'Europe, tout ce qui affermit ou recrée des liens entre les entreprises privées, les investisseurs, les collectivités et les intermédiaires de financement (banques et autres) contribue à limiter le pouvoir des marchés, et à desserrer la contrainte de l'économie financière en révélant les externalités, positives ou destructrices, des choix de gestion et des allocations de ressources. Il faudrait

ajouter que, dans le domaine étudié ici, les politiques visant à affirmer des branches et/ou des filières industrielles se sont révélées plus résilientes que les politiques de « champions nationaux » généralement choisies en France depuis les années 1970 ; ici encore, l'oubli de la dimension collective et coopérative des activités économiques est coûteux.

La capacité du consommateur à connaître la valeur ajoutée réalisée en Europe ou en France des produits qu'il achète, et à décider de son achat en toute connaissance de cause, fait partie des dispositions fortes qui renforcent la résilience des territoires (initiative publique et privée, faisabilité 1).

L'identification des lieux de production et de localisation de la valeur ajoutée constitue un élément essentiel du choix du consommateur et de l'expression de ses préférences autres que le prix. Réunir le consommateur, le salarié et le citoyen fait partie des actions essentielles pour sortir de la séparation instituée par la société du marché ; l'exemple de l'association « Produit en Bretagne » mérite d'être examiné. Le succès rencontré indique que la préférence territoriale est forte, qu'elle motive le consommateur comme l'épargnant à condition que les moyens de l'exprimer leur soit donnée, contrairement à la tendance constante de banalisation et d'intermédiation des trente dernières années.

Dans le domaine des allocations d'actifs, de même, ***tout ce qui rend sensible et visible le lien qui peut conduire des investisseurs à dégrader, par leur allocation d'actif, leur milieu de vie, ou à l'améliorer par la même décision, mérite être davantage éclairé et rendu visible en préalable à toute décision d'investissement.*** Rendre opaque pour un épargnant, le fait d'allouer son épargne à des projets qui contribuent à améliorer son territoire de vie et de prédilection, ou au contraire qui contribuent à le ruiner, fait passer pour indifférence ce qui est en fait manipulateur, compte tenu du faible niveau d'information, du nombre faible de décideurs en, la matière et de l'homogénéité ultra-dominante de leur logique libre-échangiste.

Associer liberté de mouvement des capitaux, autonomie nationale en matière d'impôt et de protection sociale, et démocratie libérale, est incompatible. La diffusion de la crise américaine s'explique presque toute entière par la liberté totale des mouvements des capitaux, et par la capacité des banques américaines à vendre leurs mauvais risques, regroupés et titrisés, aux banques et aux fonds d'investissement européens, dans la plus grande opacité.

Proposition 8

Appliquer la préférence communautaire (initiative européenne, faisabilité 1)

Un Buy European Act qui réserverait 25 % des contrats publics au sein de l'union à des ETI européennes est utile, ses effets doivent être démultipliés par le souci de la préférence communautaire dans tous les domaines. La crise bancaire et financière actuelle offre une opportunité considérable de faire évoluer les règles du jeu dans le sens recherché ici. Elle a fourni tous les éléments de preuve qui invalident la théorie de l'autorégulation des marchés, de la pertinence des prix de marché en toute circonstance, de l'illégitimité des interventions publiques en matière économique. Depuis deux siècles, l'essentiel des évolutions de la banque et de la finance

résulte d'initiatives de régulation par la loi, généralement adoptées à l'issue des crises majeures ; c'est le cas aux Etats-Unis depuis la création en 1791 de la « First bank of the United States », en raison des difficultés à payer les dettes contractées lors de la guerre d'indépendance, jusqu'au Glass Steagall Act de 1933 et au Securities exchange Act de 1934, adoptés après le choc de 1929 et de la panique bancaire de 1932. C'est le cas de la loi TARP (troubled asset rescue program) votée dans l'urgence après la faillite de Lehman Brothers et le sauvetage d'AIG (2008) comme du projet de séparation des activités bancaires, conçu dans l'urgence de la crise. C'est aussi le cas en Grande-Bretagne, notamment avec la commission Vickers, désignée pour combattre les failles manifestes du contrôle bancaire et financier britannique. Il faut souligner que l'Union européenne a été beaucoup moins directe dans ses approches, continuant à travers les crises à défendre une approche d'intégration et d'ouverture aux effets pour le moins incertains, mais idéologiquement rigide. ***L'Union européenne est le seul ensemble économique mondial qui n'ait pas tiré la première conséquence de la crise, à savoir que la mondialisation financière et l'interconnexion des marchés étaient l'élément décisif de la diffusion, de l'aggravation de la crise et de l'échec de toutes les dispositions adoptées dans les cadres politiques légitimes, pour l'arrêter.***

Avec une certaine naïveté, l'Union est aujourd'hui encore la zone la plus ouverte aux mouvements de biens, de services et de capitaux du monde. Cette situation a des aspects positifs, notamment celui de rendre effective la capacité d'édition de normes de l'Union – parce qu'elle fait de l'Union le premier marché du monde. Elle a également des biais négatifs, qu'ont suffisamment illustré les acquisitions de Péchiney par Alcan ou d'Arcelor par Mittal, parmi tant d'autres. Elle a facilité l'exportation de la crise américaine vers l'Europe, du fait des placements massifs de CDO's réalisés par les banques américaines dans les fonds collectifs européens, elle explique une indulgence étonnante envers des opérations et des comportements nuisibles et délinquants de certains de ces établissements.

Sortir de la naïveté est l'objet d'une politique raisonnée de préférence européenne, ni protectionniste, ni libre-échangiste, mais réaliste. Le débat idéologique est superflu ; libre échange et protectionnisme sont des techniques économiques comme les autres, qui doivent être indifféremment employées selon l'état de l'économie, la situation concurrentielle et le moment des relations internationales.

Ce constat doit inspirer un retour au principe de la préférence communautaire, un réexamen des perspectives de traité d'intégration atlantique (prévu en 2015), la séparation de l'Union européenne à l'égard des systèmes bancaires et financiers toxiques, soit du fait des intérêts géopolitiques qu'ils servent (investissements des fonds souverains de divers pays), soit du fait de la faiblesse des régulations et des contrôles auxquels ils sont soumis (Etats-Unis, Grande Bretagne, notamment).

Tirer les conséquences de ce constat comporte d'abord l'exercice d'une préférence européenne de fait dans tous les grands appels d'offre de l'Union, telle qu'elle s'applique aujourd'hui aux Etats-Unis et selon des procédures analogues, de sorte qu'à prestation et prix équivalents, les entreprises européennes soient préférées, de sorte qu'en l'absence de réciprocité dans leur pays d'origine, les entreprises ne puissent soumissionner (exemple des entreprises du BTP chinoises présentes sur des chantiers européens, alors que le marché du BTP chinois est fermé aux entreprises européennes).

Proposition 9

Développer la congruence territoriale des dépôts et des crédits

La crise de la banque au risque des marchés, la crise des marchés au risque de la mondialisation, donne l'occasion de sortir des idées reçues. La loi peut instituer des préférences locales, régionales ou nationales dans les allocations de ressources collectées par les banques, de sorte qu'une part des capitaux collectés dans un territoire s'investisse sur ce territoire ; ce dispositif existait aux Etats-Unis, sous la forme du « **Community reinvestment act** », **imposant à une banque collectant des dépôts sur un territoire d'en réinvestir une partie au moins dans des financements (prêts) sur ce territoire**. De tels mécanismes doivent être mis en œuvre dans un domaine où la congruence des ressources et des emplois, des dépôts et des crédits, de la collecte d'épargne et de l'investissement en fonds propres, a été négligée depuis une génération (la plupart des établissements coopératifs eux-mêmes ayant dû peu à peu abandonner leur décentralisation pour transférer la quasi-totalité de leur collecte à leurs structures centrales qui la redistribueront sur des bases exclusivement financières, et ont fait grand usage de cette faculté pour acheter massivement des produits titrisés proposés par les banques américaines, comme pour réaliser des opérations d'acquisitions internationales, sur le mode capitaliste, dont elles devront se défaire dans les pires conditions à partir de 2010...). Le rôle des autorités de contrôle et de régulation doit être interrogé ; la préférence pour la centralisation est l'un des facteurs manifestement aggravants de la crise récente et du conformisme des positions. Bénéfique jusqu'à un certain point, la centralisation des ressources a excessivement déterritorialisé les opérations bancaires. Il ne s'agit pas de cloisonner localement ou régionalement, ce qui aurait des effets redoutables sur la qualité des projets à financer et sur les risques ; il s'agit de permettre l'expression d'une préférence territoriale légitime, mesurée et concurrentielle.

Le retour à une véritable décentralisation des réseaux bancaires, permettant l'expression de préférences territoriales, le retour à la notion de banque régionale de plein exercice, décidant elle-même de la part des ressources qu'elle remonte aux organismes centraux, et de celle qu'elle alloue à l'économie locale et régionale, est un facteur éminent de la résilience des sociétés territorialisées. Les exemples du « small business act » et du « community reinvestment act » américains doivent être étudiés et adaptés à l'Union européenne (décision nationale, faisabilité 1, ou européenne, faisabilité 3)

L'intermédiation bancaire, celle de l'industrie de la gestion collective, plus encore celle de produits complexes, comme les exchange-traded funds (ETF), ou de la gestion indiciaire, détruit l'engagement citoyen de l'investisseur local, régional, national ou européen en rendant invisibles et insensibles ses effets, en ruinant la lisibilité des projets et le lien direct de l'investisseur avec un choix qui le concerne. La France se félicite d'avoir l'une des plus puissantes industries de gestion collective au monde ; certes, mais à quel prix ? Rien dans les performances de la gestion collective au cours des cinq dernières années ne justifie des prélèvements dont certains paraissent exorbitants sur les produits des placements perçus par les investisseurs. L'accroissement de la technicité semble avoir justifié davantage la hausse des commissions et frais divers qu'elle n'a réellement servi les intérêts des épargnant et investisseurs. Pour certains experts, l'innovation dans le domaine de la gestion, des « variable annuities » en matière de retraite jusqu'à la multiplication des fonds de fonds,

a clairement servi les intérêts de l'industrie au détriment de ses clients, ce que l'évolution des frais et commissions tend à confirmer, la part de la performance financière de son investissement acquise au client final s'étant réduite avec la sophistication des opérations.

Proposition 10

Organiser un marché primaire des émissions d'entreprises de taille intermédiaire, accessible directement au public, grâce à des plates-formes de négociation régionales dédiées et à l'utilisation d'Internet (initiative régionale et nationale, faisabilité 1).

L'exemple des places boursières régionales qui se reconstituent en Allemagne (Berlin, Stuttgart) mérite examen. Il apporte une réponse au développement des financements hors marché, par apports de fonds propres directs de la part d'investisseurs privés à des entreprises privées de leurs financements bancaires traditionnels. Des structures locales ou régionales permettant la mutualisation entre plusieurs entreprises de l'accès aux investisseurs seraient de nature à faciliter et sécuriser le dispositif. Certaines initiatives ont déjà eu lieu en ce sens, en mobilisant les nouvelles technologies, pour regrouper des PME dont la taille ne permet pas à chacune d'elle un accès individuel à l'émission d'obligations.

Cette offre de services d'investissement devra fonctionner sur les principes des marchés réglementés et organisés (ordres centralisés, prix unique, servi par des courtiers) pour les entreprises de taille intermédiaire européennes, dans un premier temps, pour les entreprises de toute taille soucieuse de l'égalité de traitement entre leurs actionnaires dans un second temps.

L'exemple de la plate-forme créée par Oséo pour permettre à des redevables de l'ISF d'investir leur impôt dans des PME qui présentent leur projet, leur activité et leurs besoins en fonds propres, peut être retenu comme base d'un tel projet.

Il faut souligner que la fin du monopole des jeux permet l'émission d'obligations à lots, tirées au hasard ; de telles émissions représentent plus de 30 milliards de livres sterling en Grande-Bretagne et motivent puissamment les souscripteurs.

Proposition 11

Favoriser les banques régionales (décision nationale, faisabilité 1)

L'application des règles de contrôle des risques, le contrôle des systèmes de contrôle interne, ont accentué une tendance à la concentration qui augmente le risque systémique. La croyance constamment démentie par les faits, que les formations adéquates et la conformité des expériences professionnelles assurent la prévention du risque, conduit les autorités de contrôle à préconiser des exigences en termes de mandataires sociaux et de dirigeants qui aboutit à nier la diversité des compétences, la valeur de la proximité et la spécificité de mandataires élus représentant les sociétaires et les clients, qui fait la force et la pérennité des établissements de statut coopératif et des mutuelles.

La réglementation déterminante doit limiter la mobilité des capitaux, ce qui redonnera la primauté au lien géographique et historique, assurera la pérennité d'établissements territorialisés, circonscrits dans leurs opérations et limités dans leurs ambitions. La conformité requise par l'idéologie du marché mondialisé est adverse à la robustesse des banques et du système financier, parce qu'elle est adverse à la diversité des modèles. **Des banques régionales de plein exercice, limitées dans la taille de leur bilan, dans la nature de leurs opérations et de leurs engagements, dans l'étendue de leurs concours, sont des facteurs puissants de la stabilité et de la sécurité des territoires et de la singularité des sociétés humaines.** Elles peuvent et doivent notamment être l'acteur principal du développement du crédit non bancaire et du recours accru des entreprises aux financements de marché, en établissant des systèmes de financement fléchés, identifiables par les apporteurs de capitaux, transparents, motivant leur préférence régionale ou nationale.

Proposition 12

Recréer de la viscosité dans les circuits financiers

Elle comporte enfin, sous des formes diverses, l'introduction d'une certaine viscosité dans les circuits financiers, de manière à freiner la préférence pour la liquidité, à augmenter le coût de l'espace et à recréer celui du temps. Selon l'expression de l'ancien gouverneur de la Banque centrale d'Italie, M. Padoa Schioppa, « il faut introduire des grains de sable dans la machine financière ». C'est une condition de la sécurité et de l'équité. L'exemple est celui d'une taxe minimale sur les transactions boursières, insensible pour les opérations d'investissement, rédhibitoire pour les aller-retour d'une fraction de seconde (décision européenne continentale, faisabilité 3).

L'objectif est sans ambiguïté ; il s'agit de limiter la mobilité internationale des capitaux et de réduire l'exposition des émetteurs comme des investisseurs européens aux établissements financiers extérieurs à l'Union. La reconquête du long terme, mais aussi de l'indépendance financière, en dépend.

Proposition 13

Instituer une taxe sur le chiffre d'affaires réalisé en France

Les entreprises sans territoire ont succédé aux entreprises sans usines, et certaines des entreprises par ailleurs célébrées n'ont d'autre domicile que virtuel, et parviennent ainsi à échapper à l'impôt ; c'est le cas de la plupart des entreprises opérant sur Internet, comme Google, Amazon, Ebay, Facebook, etc. C'est aussi le cas de certaines sociétés réalisant, conseillant ou facilitant des opérations financières pour des entités économiques domiciliées dans l'union européenne ou en France.

La mise en place d'une « Corporate activity tax », basée sur le chiffre d'affaires réalisé à partir d'un pays, c'est-à-dire des clients originaires de ce pays, des transactions localisées dans ce pays, et non sur les bénéfices déclarés dans ce pays, permettrait de

limiter l'évasion fiscale et de récupérer une partie au moins des impôts dûs et non payés (initiative nationale, faisabilité 2).

C) Sécuriser le développement économique français

Les quatre moyens principaux dont dispose l'action publique pour engager les évolutions nécessaires sont la formation, l'information, la fiscalité et la loi. L'extension du régime des marchés, depuis trente ans, a comporté la délégitimation de la fiscalité, de la loi, du règlement, de la douane et des institutions au sens large. L'affaiblissement de l'Etat signifie un recul de la justice, de la confiance, de la capacité à agir selon ses préférences et ses choix ; il se traduit, malgré le niveau record des prélèvements obligatoires en France (avec 54,3 % de dépenses publiques dans le PIB, la France se situe première dans la zone euro, loin des 49,1 % de l'Italie, et surtout des 46 % de l'Allemagne – soit un écart de 150 milliards d'euros, une fois et demi le déficit public total de la France ! Source : COE-Rexécode, mars 2012), par une difficulté à agir avec agilité et décision, tout se passant comme si l'excès de dépenses publiques paralysait l'action publique. Retrouver la légitimité de la loi, de l'impôt et du politique est un préalable essentiel à toute action efficace dans le sens voulu ici. Comme la Cour de Karlsruhe l'a bien vu, c'est aussi rétablir un lien profondément atteint avec la démocratie. En France, tout se passe comme si l'argent public pouvait faire société. **Comme les comparaisons internationales le suggèrent, le niveau relatif atteint, comme le sacrifice des dépenses d'investissement au profit des dépenses de fonctionnement et d'assistance, sont un facteur lourd de délégitimation de la dépense publique en France.**

Dans le domaine de la régulation financière, il faut retrouver le « tranchant de la loi » (Robert Badinter), qui rend dissuasives les opérations sciemment contraires à la réglementation, aux normes, ou simplement à l'intérêt public. La loi, sous toutes ses formes, fait l'objet d'une opération de détournement qui vise à la faire échapper aux peuples et à leurs représentants élus pour la confier à des instances autoproclamées, des experts ou des dispositifs automatiques. Le pouvoir des marchés est l'effet de cette dépossession consentie, et même, recherchée. Sous la forme d'engagements négociés, de responsabilité sociale des entreprises, d'information ouverte, se multiplient les procédés qui prétendent se substituer à la règle, remplacer ou économiser la loi.

Les conventions comptables, les indicateurs de mesure de la performance, les modèles de valorisation, surestiment la contribution des capitaux privés et des sociétés privées aux conditions de la vie humaine, et sous-estiment les services collectifs assurés par la loi, les institutions et les Etats, comme ils sous-estiment les services naturels. **En réalité, la loi, par l'action publique, est le premier créateur de valeur des opérations économiques dans un monde développé, et elle l'est d'autant plus que le développement est élevé** ; par développement, il faut entendre l'ensemble complexe de sauvegardes, de protections, d'exigences, traduites en normes, en règles, de toute nature, qui structure l'activité économique et fait la valeur des opérations des acteurs. Sans la loi, sous les formes de la norme et de la règle, ou bien traduite sous les formes d'engagements négociés, édictée lors du « Grenelle de l'environnement », l'essentiel des filières industrielles qui préfigurent la révolution à venir n'existeraient pas, ou n'auraient pu décoller. C'est la loi, et plus précisément des engagements ou des obligations à moyen terme, qui permettront

aux investisseurs de s'engager sur des financements spécifiques en organisant, en stimulant ou en anticipant la préférence des consommateurs. L'essentiel de la création de valeur, telle que les comptes des entreprises prétendent la mesurer, dépend des cadres légaux et institutionnels en vigueur, et un changement de ces cadres exerce des effets directs, massifs et quelquefois peu réversibles sur les acteurs privés ; les processus de captation réglementaire et fiscale dont bénéficient telle ou telle industrie, telle ou telle entreprise, en donnent régulièrement l'exemple. Ce n'est pas pour rien que dans les années 1990, le projet dit « AMI » a prétendu imposer aux Etats souverains de dédommager les entreprises des modifications légales introduites sur leur territoire (mais, curieusement, pas de leur en rétrocéder le bénéfice quand de telles modifications leur sont favorables).

La loi a vu son rôle changer. Elle fixe les cadres aux acteurs privés, elle leur délivre des incitations ou des obligations à agir, elle leur fixe des limites. Elle demeure l'instrument qui inscrit des préférences collectives non économiques dans les projets des collectivités, des entreprises et des établissements financiers, et qui modifie en conséquence la hiérarchie des risques et les rendements. Son rôle n'est en rien diminué par cette transformation, l'aspiration des peuples à retrouver des cadres, des structures et des repères porteurs de confiance l'accroît au contraire. La demande de loi est au cœur de ce rapport. Ses ambiguïtés aussi. Pour être légitime, elle demande d'être assise sur une prise de conscience collective et sur une volonté partagée. Cette dimension politique doit donc être précisée et située, d'autant qu'elle comporte des éléments ambigus, et même, que certains des thèmes sur lesquels ont communiqué les collectivités territoriales au cours des années récentes ont pu être adverses à l'une et l'autre.

Le constat s'applique particulièrement au marché, et aux marchés financiers. Tout marché, et particulièrement les marchés financiers, est le fait du droit. Sans loi sur les poids et mesures, sans loi sur les prix, les contrats et les relations acheteur-vendeur, pas de marché possible. ***Dans le cadre de la Proposition 2, la future révolution industrielle, et son financement, dépendent d'un changement des étalons de mesure, qui fasse entrer dans le calcul économique des grandeurs qui n'y figuraient pas et des raretés qui ne se manifestaient pas ; l'espace, la diversité, les biens collectifs et les éléments naturels (l'eau, l'air, etc.).*** C'est ce changement qui modifiera le profil rendement-risque des projets et qui assurera de nouvelles conditions de rentabilité aux entrepreneurs.

Le premier principe est donc de renforcer l'unité interne du marché européen en le protégeant des stratégies agressives ou des opérations déloyales ou inéquitables conduites de l'extérieur. Le principe de la préférence communautaire doit être reconsidéré et intégré, notamment dans le domaine des mouvements de capitaux et des opérations bancaires, mais aussi dans le domaine des transferts de données et d'information.

Proposition 14

Créer une Commission de surveillance des opérations de marché à dimension stratégique (initiative nationale, faisabilité 1, ou européenne, faisabilité 3)

La recherche de la capacité d'agir comporte ensuite la constitution d'une commission chargée d'enquêter, d'analyser et de se prononcer de manière

discrétionnaire (sans devoir justifier formellement sa décision) sur le caractère stratégique ou non de toute opération en capital ou en dette mettant en cause l'une ou l'autre des activités essentielles ou sensibles de l'Union (sur le modèle de l'entité américaine chargée d'examiner toutes les conséquences des opérations financières sur des sociétés, l'Office of Asset Control, disposant de moyens d'enquête étendus et doté d'un pouvoir discrétionnaire de bloquer des opérations jugées hostiles aux intérêts stratégiques américains, jamais plus précisément définis) (décision européenne, faisabilité 4 ; nationale, faisabilité 1).

Elle comporte également le renforcement des pouvoirs d'enquête des autorités de surveillance et de régulation des marchés, afin de détecter les opérations hostiles aux intérêts européens, de développer les incriminations possibles, notamment pour la vente de produits manifestement inadéquats, de représenter les victimes, et de pouvoir interdire l'accès au marché européen des établissements jugés responsables de fraude, de dissimulation, de manipulation de prix, d'enrichissement sans cause. La banque, la finance et l'assurance aussi doivent voir s'appliquer le principe du « financeur – pollueur – payeur ».

Proposition 15

Subordonner la communication de données à la réciprocité

La surveillance par une autorité centrale européenne des mouvements de capitaux vers ou hors de l'Union, et des opérations de transferts de fonds, va de pair avec une étanchéité des centrales de paiement européennes (SWIFT, etc.) vis-à-vis des puissances extérieures, de leurs intérêts propres ou de leurs opérations géostratégiques. Il y va notamment de la sécurité des données privées et de la confidentialité des opérations des acteurs européens ; il va y aller bientôt de la sécurité des moyens de paiement, dans lequel l'arrivée massive de nouveaux entrants (Paypal, mais surtout Google, Facebook, etc., qui ne disposent pas de la culture bancaire en matière de coupe-feux et de séparations implicites comme explicites, fait courir le risque de fraudes massives et systémiques. Une tentative de mainmise extérieure sur les systèmes de paiement mondiaux doit être prévenue comme une menace systémique, voire une agression caractérisée, à l'encontre des systèmes bancaires et monétaires européens (décisions de l'Union européenne, faisabilité 3).

Dans le domaine des paiements internationaux, des échanges de données bancaires ou financières, la souveraineté européenne est sous dépendance (exemple du transfert des données Swift aux autorités américaines, des pressions exercées sur Swift et Clearstream pour se conformer aux intérêts stratégiques américains), elle doit être recouvrée.

Proposition 16

Revoir les conditions d'exercice des filiales de banques ou d'établissements financiers étrangers en Europe

Dans le domaine de la prestation de services en investissement, l'autorisation d'opérer en Europe pourra être retirée à tout établissement ayant servi des intérêts

manifestement hostiles ou contribué à des opérations délictueuses à l'égard des intérêts européens et des règles européennes, ou encore communiqué à des puissances étrangères des données confidentielles, sans y être légalement contrainte par la loi ou par une décision de justice du pays dont elle relève. Cette disposition constituera un élément majeur de résilience européenne à l'imposition d'un ordre monétaire et financier qui lui est extérieur, elle participe de la défense d'un espace bancaire et financier européen contre la tentative d'extraterritorialité américaine aujourd'hui, demain chinoise.. Le modèle devrait être celui de la Banque mondiale, toute entreprise accusée de faits de corruption ou de prise illégale d'intérêts se voyant interdire de participer à tout programme financé par la Banque mondiale pour une durée proportionnelle à la gravité des faits reprochés (exemple récent, en février 2012, de l'interdiction d'Alstom de concourir à des programmes en Afrique, à la suite de l'accusation de corruption portant sur 110 000 euros en Zambie). Dans le cas de dommages manifestes et définis, à la suite de fraude ou de tromperie sur la nature des produits financiers ou des opérations effectuées, la saisie d'actifs compensateurs pourra être utilisée (décision de l'Union européenne, faisabilité 3). Cette disposition ne ferait qu'exercer le droit de réciprocité à l'égard de puissances extérieures, comme les Etats-Unis, qui exigent de tout pays extérieur la collaboration avec leurs services, notamment fiscaux.

Proposition 17

Emettre des obligations dans le public correspondant au financement de projets d'intérêt collectif, public ou privé, de toute nature (infrastructures, équipement, éducation, sécurité, etc.) Niveau national, faisabilité 2

Les Français doivent pouvoir faire jouer leurs préférences extra-financières, locales, régionales, nationales, européennes, pour des projets qui concernent leur cadre de vie, les infrastructures territoriales, leur sécurité, etc. Pour leur permettre d'exprimer concrètement ces préférences, qui constituent des externalités non financières, ils doivent pouvoir retrouver l'accès direct aux émissions obligataires qu'ils ont perdu – qui leur a été enlevé au profit de l'industrie des OPVM.

La mobilisation régionale, nationale, d'épargnants auxquels serait vendu un Emprunt dédié à la transition écologique, repose sur la vente directe de l'émission d'un tel emprunt. Le projet est proche de celui de « project bonds », l'offre faisant jouer les externalités attendues par la population d'investisseurs ciblée, notamment pour diminuer le rendement attendu et/ou le coût du risque anticipé. Elle vise à permettre aux investisseurs d'intégrer eux-mêmes les externalités, selon leur situation et leur intérêt propre, autres que financier. Elle permet aux réseaux bancaires de valoriser leur connaissance de proximité dans des démarches de type « originate to distribute », leur permettant par exemple d'offrir l'accès à du crédit non bancaire à leurs clients entreprises en organisant l'émission d'obligations et leur placement. Ce projet peut aussi comporter l'offre par les émetteurs publics (collectivités territoriales) de la capacité de souscrire en direct par Internet leurs émissions obligataires, une part étant réservée au public. Il comporte l'émission dans le public de titres de dette causés, localisés, circonstanciés. A titre d'exemple, un tel emprunt dédié à l'amélioration des infrastructures de transport en Ile de France attirerait une double motivation d'investissement des Franciliens, celle du rendement financier, celle surtout de l'amélioration de leurs conditions de transport, la seconde motivation pouvant être plus mobilisatrice que la première. Plutôt que définancieriser les projets, il faut concrétiser la finance en rendant son

objet visible, accessible et partageable. Plutôt que d'accroître les contraintes, il faut mobiliser les intérêts réels des investisseurs et obtenir librement de leurs préférences ce que pourrait obtenir l'impôt par la contrainte.

Dans le cadre de ces émissions et de ces placements auprès de l'investisseur final, le paiement en nature d'une part au moins de l'intérêt d'émissions mérite examen. L'exemple cité est celui des centrales nucléaires en Grande-Bretagne. EDF qui espère construire de nouvelles centrales avec la société britannique Centrica, estime le coût minimum à 7,9 milliards de dollars ; pour en assurer le financement privé, le secrétaire britannique à l'énergie, Chris Huhne, propose d'assurer aux investisseurs qui porteraient le risque de ce type d'investissement de leur garantir le coût de leur électricité à long terme, sur la base du prix de l'électricité nucléaire (source ; The Economist, novembre 2011).

D) Promouvoir la diversité des systèmes

La diversité des modèles d'organisation, comme celle des activités, est un facteur puissant de résilience. Les inégalités entre acteurs conduisent de fait les entrepreneurs à adopter le modèle dominant, celui de la société par actions. Retrouver des acteurs de long terme et de véritables « contrarians », c'est-à-dire des acteurs de marché dont les intérêts fondamentaux, des institutions dont la logique de placement, les conduisent à se porter contre la tendance court termiste du marché, passe par la promotion et la reconnaissance des modèles alternatifs.

Proposition 18

Renforcer la diversité des modèles d'entreprise

Renforcer l'attractivité du statut de coopérative européenne (niveau européen, faisabilité 3)

Dans les domaines des « utilities » (services collectifs, comme l'énergie, l'eau, le traitement des déchets, les transports, la lutte anti-pollution, etc.), la privatisation des anciens services publics au nom de la concurrence et de l'ouverture internationale a permis l'émergence de champions mondiaux, le développement de la recherche et de l'innovation, elle a été l'objet d'opérations financières fructueuses, elle a aussi dans certains cas dégradé la qualité de service, augmenté les prix, précarisé les contrats, notamment pour les clientèles fragiles, sans servir l'investissement et le progrès.

Le statut coopératif, permettant à chaque client de devenir associé du réseau prestataires de services qu'il emploie, est le statut des entreprises de service collectif le mieux adapté, le plus pérenne et le plus équilibré entre l'Etat et le marché. La consolidation du régime juridique des coopératives doit en faire les concurrentes pertinentes des sociétés par actions, à égalité avec elles, ***notamment en révisant le traitement comptable des parts sociales, considérées comme des fonds propres***. Elle doit permettre aux sociétaires de faire valoir leurs préférences, et assurer aux européens la réappropriation des services collectifs. Grâce à la préférence territoriale, à la décentralisation, à l'application des modes de décision « un homme, une voix », à l'identification du porteur de parts sociales non à un propriétaire, mais à un usufruitier qui transmet aux générations futures, plus utile,

plus riche, plus puissant, un outil qu'il a reçu des générations avant lui, ces systèmes coopératifs sont un outil de relocalisation des activités et d'une nouvelle autonomie des sociétés à l'égard du capitalisme actionnarial. La forme coopérative doit être privilégiée dans la reprise des entreprises par leurs salariés. Non opérables, non négociables sur un marché boursier, pleinement dans le marché et dans la concurrence des services, des produits et des prix, elles constituent un antidote puissant à la colonisation de l'espace citoyen européen par des intérêts étrangers.

La forme coopérative correspond en Europe à l'innovation développée en Californie, de sociétés (dites « Special Purpose companies », ou « benefit corporations » ou encore « limited benefit companies ») qui se donnent explicitement un objectif de profit limité, assurant une rémunération plafonnée du capital, et consacrant le « trop perçu » de l'exercice à des dépenses ou des investissements d'intérêt collectif ; avec un objet environnemental signalé, de telles formes d'entreprise, rémunérant leurs fonds propres sur la base du rendement des obligations, répondent précisément aux objectifs du rapport, aussi bien qu'aux attentes d'une majorité des épargnants à long terme.

Proposition 19

Légitimer la diversité des modèles de gouvernance

La tentation de la conformité fait espérer la disparition du risque et de l'erreur par les exigences formelles. Cette tentation conduit certaines autorités de contrôle prudentiel, par exemple, à exprimer des exigences de formation, d'expérience, d'expertise, pour les administrateurs ou les mandataires sociaux des entreprises.

Toute évolution exclusive en ce sens tend à instituer une légitimité de compétence formelle contre une légitimité de délégation sociale. Elle est une réduction de la diversité des modèles et des approches, donc de la résilience du système global. ***Tout modèle d'organisation du capital, du travail et du marché est légitime si les parties prenantes l'ont décidé et le valident.*** La reconnaissance de la diversité comme facteur de résilience est essentielle. La conformation des entreprises à un modèle unique, de la gouvernance au seul modèle actionnarial, dévalue la connaissance intime, fine, de proximité, d'un secteur ou d'un territoire, au profit du savoir technique, abstrait, décontextualisé. Elle contribue à ôter sa signification à certains modèles de gouvernance, par exemple ceux des mutuelles ou des coopératives, où l'expertise et la compétence des dirigeants salariés sont placés sous le contrôle de l'expérience et du bon sens des élus non professionnels. Parce qu'elle remplace l'enracinement et la proximité par le savoir technique, elle contribue à affaiblir les territoires, elle est adverse à la résilience des sociétés. Il est toujours dangereux de substituer la logique de l'expertise à celle de l'élection (initiative nationale, faisabilité 1).

E) Assurer la préférence pour le long terme

Proposition 20

Renationaliser la dette (initiative nationale, faisabilité 2)

L'histoire en multiplie les exemples ; l'endettement public extérieur est le premier prétexte de la colonisation et le moyen le plus répandu de la dépendance stratégique. La souveraineté d'une Nation est en question quand la détention de sa dette publique par l'extérieur dépasse 50 % (elle est de moins de 5 % au Japon, de moins de 30 % en Italie, de 70 % en France, même si l'origine des pays détenteurs n'est pas communiquée par l'Agence France Trésor). **L'objectif d'indépendance financière de la France passe par une incitation renforcée des investisseurs français à acheter les titres de la dette de leur pays. Elle passe aussi par la facilitation de cet accès au moyen de la souscription directe, à conditions attractives.** C'est ainsi seulement que pourra s'exprimer le patriotisme économique des Français, dans le cadre d'un grand emprunt destiné à financer la transformation des infrastructures et la transition écologique.

Le succès de l'émission belge de 5,7 milliards de bons d'Etat réservée aux particuliers, du placement d'obligations de l'Etat italien auprès des particuliers italiens (pour 30 milliards d'euro dans les premiers mois de 2011, selon l'Observatoire de l'Épargne européenne), donne une indication sur la voie à suivre pour réduire la place des banques et des OPCVM dans le placement de la dette et celle des investisseurs étrangers dans sa détention. Peu significatives au regard des stocks de dette, ces opérations le sont au regard des flux de refinancement ; en France la dernière émissions d'obligations d'Etat dans le public date de 1993, la pression bancaire ayant conduit à proposer au marché une émission initialement prévue pour le public, à l'occasion du grand emprunt de 2010. Un objectif de détention des deux tiers au moins de la dette publique française par des résidents français paraît possible et nécessaire.

Le succès de dispositions en ce sens serait de nature à conforter la signature de la France, qui demeure l'une des meilleures du monde, à la rendre moins dépendante des notations des agences, et à marginaliser les intermédiaires.

Proposition 21

Autoriser les avances de la Banque centrale européenne aux Etats (initiative européenne, faisabilité 3)

La loi de 1973 a supprimé le droit à l'Etat français de battre monnaie en réformant les statuts de la banque de France pour lui interdire les avances directes au Trésor. Depuis cette loi, la Banque de France (ultérieurement la BCE) peut seulement prêter aux banques, qui reprêtent à l'Etat. Privatiser la création monétaire, comme les Etats-Unis l'avaient fait en 1913 en privatisant la Réserve fédérale, assure aux banques des revenus automatiques, sans valeur ajoutée ; cette rente bancaire revient surtout à donner aux banques privées et à leurs propriétaires un droit régalien (selon l'expression du banquier Mayer Rothschild au XIX^e siècle, « donnez-moi le pouvoir de créer la monnaie et peu m'importe qui fait les lois », phrase citée par Wikipedia). Une disposition technique, concevable dans le contexte où le franc pouvait être dévalué, est devenue un article de foi, au point que le reproche essentiel adressé par la Commission de Bruxelles à la Hongrie nationaliste semble être de porter atteinte à l'indépendance de la Banque centrale en lui assignant un objectif de croissance – alors même que le Federal Reserve Board américain est responsable devant le Parlement fédéral et est aussi jugé sur des objectifs macroéconomiques !

Le retour de la faculté de battre monnaie à l'Etat est particulièrement difficile au sein de l'Union européenne parce que l'article 104 du traité de Maastricht reprend les dispositions de l'article 25 de la loi française, et que sa qualité de traité interdit une abrogation pure et simple. **A défaut, et dans l'immédiat, ses statuts permettent à la BCE de prêter sans limites aux organismes publics de crédit (article 21.3) et aux organisations internationales.** Ces statuts permettent donc indirectement de financer sans délai, par l'intermédiaire de ces organismes, les Etats mis en difficulté par les taux demandés par les marchés. Les facilités accordées par la BCE devraient l'être exclusivement à des organismes publics de crédit, à l'exclusion de tout concours aux banques privées (décision européenne, faisabilité 4, hormis sortie de l'euro ; décision nationale, faisabilité 1). Cet élément est l'un de ceux qui légitiment un projet de banque publique française, éligible à ces concours de la BCE.

Proposition 22

Substituer une rente perpétuelle aux émissions du Trésor arrivant à échéance (décision nationale, faisabilité 1)

Le mécanisme de la rente perpétuelle est bien connu ; des émissions de rente perpétuelle ont eu lieu dans différents pays, et le principe comme les modalités sont bien documentées. La rente perpétuelle ne figure pas au bilan de l'Etat, puisqu'elle n'est pas remboursable ; seuls, les intérêts de la rente doivent être provisionnés. Emettre des titres de rente perpétuelle constitue le moyen le plus rapide, le plus aisé et le moins risqué d'alléger la dette de l'Etat.

L'émission d'une rente perpétuelle indexée sur l'inflation, sur le modèle de l'OATi, permettrait un refinancement à moindre coût de la dette publique, l'indexation sur l'inflation en faisant le véhicule parfait pour les fonds de retraite et autres engagements de long et de très long terme. Elle constituerait également un facteur de retour de la confiance de la part des épargnants et des investisseurs, préoccupés par le retour de l'inflation et la spoliation des patrimoines (décision nationale, faisabilité 1). N'étant pas remboursable, l'émission de titres perpétuels ne figurerait pas dans l'endettement public ! **Une alternative à l'indexation sur l'inflation consiste à indexer une obligation perpétuelle sur la croissance du PIB national** (comme l'écrivait M. Cailleteau, Agefi, 20 mars 2012).

En mars 2011, M. Osborne, ministre des finances du gouvernement britannique, a mis à l'étude le lancement d'émissions publiques à cent ans, ou de titres perpétuels. La Grande-Bretagne connaît les titres perpétuels, qui représentent 0,2 % de la dette publique anglaise ; les plus anciens ont été émis pendant la guerre de 1914. Il faut signaler que des émetteurs privés, comme Rabobank, ont également émis des titres longs (100 ans) au cours de l'année 2011.

Proposition 23

Attribuer des droits de vote selon la durée de détention des actions

Les opérations d'arbitrage comme les allers retours (achat-vente) sur les titres sont des opérations légitimes et concourent au bon fonctionnement des marchés. En revanche, elles ne confèrent pas la qualité d'actionnaire, c'est-à-dire d'associé, c'est-à-dire la capacité

de participer aux assemblées générales et de voter sur la conduite de la société. Le besoin d'un actionariat stable pour les entreprises de la transition écologique est essentiel.

L'exercice des droits de vote associés aux actions sera subordonné à la qualité d'actionnaire identifié (suspension des droits de vote aux trustees et nommées) ***et réellement propriétaire des titres pendant trois mois au moins avant l'Assemblée générale*** (suspension des droits de vote sur emprunts de titres, etc.). Un droit de vote double sera attribué aux actions détenues depuis plus de trois ans, ce droit pouvant être doublé après dix ans de détention (décision nationale, faisabilité 1).

Proposition 24

Dynamiser le traitement fiscal actions – obligations – parts sociales en faveur des engagements en fonds propres de longue durée (décision nationale, faisabilité 1)

Au cours des vingt dernières années, de manière constante, l'investissement en fonds propres a été fiscalement pénalisé par rapport à l'investissement en titres de dette. Les facilités de l'endettement en ont été l'une des conséquences, l'autre étant la difficulté des entreprises à trouver des fonds propres. « Le marché des actions ne représente pas une véritable alternative à la dette. Le montant des émissions d'actions oscille entre 1 % et 2 % de la capitalisation boursière... ce qui signifie compte tenu d'un niveau moyen de dividendes de 3%, que le flux net des capitaux vers les sociétés est constamment négatif » (Jean Baptiste Bellon, « Finance, emploi et relocalisations », Previsis, 2011) Inverser cette tendance est un objectif essentiel à la solidité des entreprises, et au resserrement des liens avec l'actionariat individuel. La préférence pour la dette publique est dictée par une situation conjoncturelle, elle ne répond pas aux priorités de l'avenir. ***L'incitation donnée à l'investissement en fonds propres des entreprises n'est pas une dépense fiscale, c'est un investissement collectif dans la croissance.*** La renationalisation de la détention du capital des entreprises françaises, de toute taille, est un objectif de résilience des territoires, au moment où la majorité des entreprises du CAC 40 est détenue à plus de 66 % par des actionnaires non résidents ; l'origine du capital est un élément que tout chef d'entreprise prend en considération, par exemple dans sa décision de délocalisation de son siège social.

Proposition 25

Réformer le régime de l'assurance-vie

Le développement de l'assurance vie et son extraordinaire faveur auprès des Français ont confondu de manière risquée l'épargne et l'assurance. Les fonds investis en vue d'un événement aléatoire ou de prestations de long terme bénéficient d'une liquidité immédiate, à tout moment de la vie du contrat, à leur valeur comptable. Le système n'a fonctionné qu'en raison de son développement constant. Il ne résisterait pas à des sorties massives (décollecte) en période de marchés agités ou baissiers. La liquidité a un coût, et ce coût n'est pas supporté aujourd'hui. ***Il convient de sécuriser l'assurance-vie en la ramenant dans sa vocation, qui est l'assurance de la vie humaine. Dans ce but, il conviendrait que les contrats d'assurance sur la vie ne soient rachetables à leur valeur nette qu'au terme d'un certain nombre d'années,*** en-dehors d'évènements liés aux incertitudes de la vie humaine (huit ans, par exemple), ou que, en cas de rachat anticipé, une décote soit appliquée sur les produits dus.

Dans ce cadre, il conviendrait également de revoir les modalités de calcul des bénéfices des contrats, de manière que 100 % du rendement financier après déduction des frais de gestion, soient acquis aux contrats, et de manière à ce que le cantonnement financier et juridique de chaque contrat correspondant à une offre particulière, soit opéré au sein de l'actif général de la société d'assurance, afin d'éviter des pratiques de mutualisation interne qui permettent aux sociétés d'assurance de faire payer le marketing des nouveaux contrats par la sous-rémunération ou la non-revalorisation des anciens contrats (décision nationale, faisabilité 1).

Proposition 26

Renforcer l'incitation de la fiscalité à la détention à long terme de titres (décision nationale faisabilité 1)

La fiscalité a subi l'influence de la finance de marché et la séduction de l'endettement. Il en résulte un écart de durabilité majeur, les engagements de retraite de plus en plus longs, en raison de l'allongement de la durée de la vie humaine, se trouvant couverts par des actifs de plus en plus courts, en raison des réglementations en vigueur. La gestion actif-passif de la société française et européenne est sous cet angle totalement aberrante, actif et passif évoluent en sens rigoureusement contraires, à toute congruence dans le temps. Les fonds de retraite, apporteur naturel de fonds propres aux entreprises, se trouvent incapables de remplir leur fonction économique, pourtant essentielle à la défense de leurs cotisants dans le temps – tout système par capitalisation reposant sur la capacité de futurs investisseurs à racheter les engagements des investisseurs actuels.

Le principe général doit être de lier le niveau de l'impôt à la durée de la détention et à la nature du risque pris. Il faut imposer davantage les LBO (dont le mécanisme repose essentiellement sur la déductibilité fiscale des intérêts de l'emprunt consenti par l'entreprise pour aider au rachat de ses propres actions !) pour alléger l'impôt sur les plus-values à long terme des vrais preneurs de risque du private equity. Il faut rétablir la hiérarchie des incitations pour favoriser la détention d'actions et les projets par rapport à la détention d'obligations et la rente. Il faut enfin que **l'impôt permette de corriger le rapport rendement risque dans le sens favorable à la durée de l'investissement.** Le principe doit être l'exonération totale d'impôt sur les plus-values sur actions détenues en direct, de manière continue au bout de 15 années (par exemple, déduction fiscale portant sur 10 % des plus values réalisées sur actions détenues en direct à partir de cinq ans de détention, pour aboutir à leur exemption totale au bout de 15 années de détention).

Proposition 27

Réviser les directives dites « marché des instruments financiers » (MIFID)

La directive sur les marchés d'instruments financiers exerce de lourdes conséquences sur le démantèlement des modèles boursiers européens, et la destruction de la confiance. La Directive MIFID adoptée en avril 2004 a remplacé la directive sur la prestation de services en investissement (DSI, 1993) ; elle a été suivie en 2011 par la Directive MIFID 2, qui préconise notamment de développer de nouvelles plateformes de négociation réglementée, « les systèmes organisés de négociation ». Au nom de la création

d'un grand marché de services financiers et de la réalisation du principe du passeport européen et de la libre prestation de services financiers, la Directive entend supprimer les cadres nationaux voire régionaux qui présidaient à l'émission, à la diffusion, et à la négociation de valeurs mobilières. Il s'agit d'ouvrir l'ensemble des marchés de valeurs mobilières européens aux grands acteurs de la finance internationale, aujourd'hui anglo-américains, déjà en partie issus des pays émergents.

Le fractionnement de la liquidité, la perte de confiance des investisseurs individuels et des émetteurs, l'opacité et la volatilité résultant de ces directives sont un des éléments déterminants du détournement des marchés financiers de leur fonction économique et de leur désinsertion territoriale et sociale (à ce sujet, lire dans Les Echos, JM Vittori, 23 juin 2008, citant un rapport publié le 11 juin par l'AMF : « **la multiplication des plates-formes d'exécution d'ordres a pour premiers effets la fragmentation de la liquidité et une dégradation de la transparence pour les émetteurs et les investisseurs, sans pour autant que puisse être établie une réelle baisse des coûts pour les investisseurs finaux** »).

Travailler à la robustesse des territoires et à la résilience des sociétés européennes impose la révision des directives, de manière à interdire l'internalisation des ordres par les établissements bancaires, à rétablir le principe de l'unicité des prix, de la centralisation des ordres (un seul prix pour une valeur sur un système de négociation) et à imposer certaines obligations de transparence et de déclaration, notamment pour établir un lien entre les marchés physiques et les marchés financiers (marchés des matières premières, marchés des terres, marchés des utilities).

Proposition 28

Séparer la banque de marché de la banque de dépôt-crédit

C'est l'un des points les plus discutés des projets de réforme actuellement en débat (commission Volcker aux Etats-Unis, commission Vickers en Grande Bretagne, dont le rapport final a été rendu en septembre 2011, commission Likkanen pour l'Union européenne, dont les conclusions sont attendues en septembre 2012). La réforme Vickers en Grande-Bretagne (le « ring fencing ») ou Volcker aux USA (retour au Glass Steagall Act) est généralement considérée comme une menace par la conception française et allemande de la banque universelle, la banque qui peut tout faire pour ses clients. A travers ces réformes, il s'agit de préserver les activités de banque commerciale (dépôts et crédits) des risques de marché en leur interdisant les opérations pour compte propre sur les marchés, les prêts à d'autres établissements financiers (hedge funds) ; il est intéressant de noter que le plan Vickers, rendu public en septembre 2011, prévoit également de limiter les opérations des banques commerciales à l'espace économique européen. L'augmentation de la concurrence qui devrait résulter de son application est favorable aux clients, et aussi à la prévention du risque systémique. Un rapport de la Banque d'Angleterre considère que les effets positifs s'arrêtent à partir de 100 milliards d'euros de taille de bilan ; le bilan de la BNP pèse 2 500 milliards. Le dogme de la « taille critique » internationale semble ne correspondre à aucune expérience vérifiée ; certaines des banques les plus solides, qui ont traversé la crise sans encombre, sont des banques régionales de taille moyenne, comme la banque suédoise Handelsbanken (dont la valeur boursière était en avril 2012 équivalente à celle de la

Société Générale, pour un bilan quatre fois inférieur ! – source : Christophe Nijdam, Alpha Value)

Si l'analyse considérant que la captation des métiers bancaires par la banque de marché est le principal responsable de la crise est juste, il faut avec attention séparer l'une et l'autre, juridiquement, prudemment et financièrement.

Une telle séparation, si elle était effective, fait courir le triple risque d'affaiblir les établissements bancaires français, fondés sur le principe de la banque universelle, d'aboutir à des façades juridiques et financières sans réalité, l'ensemble des activités continuant à être lié comme par le passé, de pénaliser le financement de l'économie en ajoutant des coûts aux coûts et de la complexité administrative et réglementaire aux complexités des métiers et des risques (il est intéressant d'observer que, confrontée à l'explosion manifestement exagérée des bilans bancaires, la Suisse a décidé en 2011 d'exiger des ratios de capital beaucoup plus exigeants que ceux de Bâle 3, plutôt que de recourir à la séparation des métiers).

De nombreux pays, comme le Canada et l'Australie, semblent considérer que la séparation des métiers bancaires est une fausse solution à des problèmes surévalués, ou mal interprétés. Ils jugent que la séparation administrative et réglementaire des métiers est une solution du passé, alors que les dispositions prises doivent permettre de fragmenter les banques systémiques, sans procéder à une telle séparation ex ante.

Deux modes de conviction s'opposent à ce sujet ; ceux qui considèrent que la banque universelle, associant l'ensemble des métiers et des opérations sur un territoire circonscrit, est plus légitime que des sociétés financières universelles, exerçant le même métier ou un petit nombre de métiers partout dans le monde, jouant des écarts réglementaires, prudeniels et fiscaux et mettant en concurrence les règles et les systèmes d'ordre public.

Une analyse précise de la crise bancaire révèle que l'essentiel des pertes est venue d'activités concentrées, limitées, mais générant des risques considérablement plus élevés que les fonds propres qui y étaient consacrés ; il est fréquent que des activités mobilisant moins de 5 % des fonds propres d'une banque aient généré 80 % de ses risques et/ou de ses pertes ! Certains ont parlé de « prise d'otage » pour désigner la capacité des activités de marché à mettre en danger l'ensemble de la banque universelle. Cette situation où les dépôts du public sont employés à des spéculations pour compte propre, est l'effet de dérives manifestes, elle met en cause la capacité des dirigeants à dire « non » à des opérations ou des activités qu'ils ne comprenaient pas ou dont ils ne pouvaient apprécier les risques (risques dus notamment à l'absence de marché secondaire sur certains produits complexes), elle soit être prévenue par la séparation des métiers, financière, juridique et institutionnelle, de sorte que les dépôts des clients de la banque de détail et le crédit aux entreprises ne puissent être touchés par les effets des risques pris sur les marchés financiers pris, soit directement, soit indirectement, par la banque.

Un élément de nature à déterminer la décision est la question de la taille et du risque systémique. Une banque trop grosse pour faire faillite devrait opérer autrement que sur un mode capitalistique et actionnarial, ou bien être divisée en plusieurs établissements. Séparer

les métiers est l'un des moyens de réduire la taille des grands établissements et de réduire leur risque systémique.

Dans la mesure où elle peut être réelle et non controuvée, la séparation des activités de banque collectant des dépôts et décidant du crédit d'un côté, de l'autre de la banque réalisant des opérations de marché, pour son compte ou pour le compte de ses clients, ne répond qu'à une partie du débat, notamment parce qu'elle laisse de côté une partie importante des conflits d'intérêts structurels existant au sein de la banque universelle. Pour aller plus loin, la banque de dépôt-crédit, l'entreprise des opérations de marché et la société de gestion d'actifs pour compte de tiers devraient également se voir séparées, cette séparation concernant aussi l'assurance (les opérations de gestion de capitaux non liés à la couverture d'un risque n'ayant pas à être réalisées dans le cadre d'une entreprise d'assurance).

Cette séparation entre métiers et nature de risque n'épuise qu'une partie de la question des limites à donner à l'activité bancaire et aux activités financières. Plus rarement abordée est la question du contrôle et de la surveillance des activités transfrontières et des établissements bancaires ou financiers réalisant habituellement des opérations à dimension internationale. Cette question du « cross border financial firms' regulation » demeure fondamentalement non résolue (comme l'observe avec justesse Nicolas Véron, in « Financial reform after the crisis : an early assessment », Bruegel Working Paper, January 2012), sans doute parce que la résoudre contraindrait à des révisions déchirantes sur la libre circulation des capitaux, l'interconnexion des marchés et le libre-échange, dont l'effet le plus certain et le plus inévitable est de permettre la fuite vers le moins disant réglementaire ou fiscal, de rendre toute réglementation et toute mutualisation inapplicables et intenables dans le temps, et de placer les sociétés humaines dans l'incapacité de contrôler la banque et les activités de marché, donc de prendre ou de conserver leur autonomie (décision européenne, faisabilité 4).

Proposition 29

Créer un véhicule d'investissement pour le long terme

Le constat est partagé ; une population confrontée au risque heureux de la longue et de la très longue vie, des besoins de financement pour une transition écologique à vingt, trente ou cinquante ans, rencontrent des offres de gestion et de financement à trois, cinq ou dix ans. L'adossement actif-passif est médiocre, la pertinence macroéconomique dérisoire. Il serait facile d'en conclure que l'intermédiation ne joue pas son rôle, ou détourne et les besoins, et les offres de financement dans son propre intérêt.

L'enjeu est considérable. Il est social, il concerne chacune et chacun des Européens, il touche aussi les conditions de la survie. L'enjeu suggère d'aller au-delà des échéances actuelles des produits fiscalement incités, vers un véhicule nouveau d'investissement à long terme (plus de vingt ans), sur la base de titres hybrides, pouvant associer la sécurité des obligations et une part des potentialités des actions.

Dans ce cadre, il peut être souhaitable d'ouvrir le PEA à des obligations d'entreprises privées (création d'un « Plan d'Epargne Active ») et d'examiner le principe subordonnant l'avantage fiscal à la détention en direct, afin d'éviter une subvention fiscale indirecte aux banques, aux sociétés d'assurance par l'intermédiaire de leurs sociétés de gestion.

Le financement des entreprises par obligations structurées peut réaliser certains des objectifs poursuivis par ce rapport s'il est accompagné des incitations utiles pour les investisseurs (décision nationale, faisabilité 2).

Au-delà, l'alimentation par une taxe sur les externalités environnementales des produits importés des pays extérieurs à l'Union européenne, taxe proportionnelle aux engagements et aux réalisations de ces pays dans le domaine de la protection de la diversité, de la lutte contre le réchauffement climatique et le gaspillage des ressources naturelles, doit être étudiée. Cette taxe constituerait l'élément de correction de la tendance des multinationales à produire à l'extérieur, sans contraintes, ce qu'elles ne produisent plus en Europe, en raison des contraintes environnementales ; elle serait l'équivalent de mesures extraterritoriales décidées par les Etats-Unis. Elle combattrait l'optimisation environnementale des très grandes entreprises, qui vident de leur sens les dispositions nationales vertueuses. Le produit de cette taxe, d'un taux dissuasif pour les importations d'externalités destructrices (biocarburants, bois exotiques, produit de l'agriculture tueuse de la diversité, etc.) serait intégralement employé à financer la transition industrielle de l'Europe continentale (projet européen, faisabilité 3).

Proposition 30

Assurer la visibilité et la prévisibilité des cadres réglementaires et fiscaux pour favoriser la décision à long terme des acteurs (faisabilité 1)

La résilience des sociétés dépend de la capacité des citoyens à se projeter dans l'avenir selon des règles prévisibles, dans des structures connues et avec des repères stables. L'insécurité fiscale et réglementaire est l'un des éléments trop rarement cités du court termisme des décisions, des arbitrages et des gestions. Un engagement à la stabilité des règles pour les acteurs privés est un facteur significatif de confiance, donc de résilience et de robustesse collectives.

VI - Les thèmes et les propositions écartés

L'objet de l'étude est généralement partagé, les constats critiques sont progressivement reconnus, les pistes d'amélioration font débat.

L'erreur commune est de juger les acteurs, individuels ou collectifs, responsables d'une situation que les dérives inaperçues des systèmes expliquent bien davantage que telle ou telle faute particulière. Cette méprise est à l'origine des fausses solutions et des accusations erronées, infondées ou non pertinentes, qui nous ont conduit à écarter des thèmes et des propositions, parmi lesquels il est utile de citer :

- 1 La suppression des marchés d'options. Les marchés d'options, sur lesquels se négocient la valeur future d'un actif, sont un instrument essentiel de l'assurance des acteurs économiques quant au résultat financier de leur activité, donc de stabilité et de pérennité de ces activités. Sous réserve d'être organisés, régulés et de donner lieu à des échanges à travers une chambre de compensation identifiant l'ensemble des acteurs finaux, les marchés dérivés doivent voir leur rôle conforté. En revanche, la capacité des acteurs à prendre des positions sur les marchés dérivés sans détenir le sous-jacent pose question. Associée à l'effet de levier, elle donne des moyens d'action exorbitants à des acteurs privés. L'interdiction de vente de contrats d'assurance sur la faillite des Etats à ceux qui ne détiennent pas de titres de dette de ces Etats, peut sembler prudente, plus que nécessaire (« naked CDs ») ; la spéculation à la faillite des Etats a atteint des proportions dangereuses qui mettent en jeu le système politique et la foi publique. L'interdiction des prises de position aux acteurs ne détenant pas des sous-jacents est théoriquement souhaitable, pratiquement impossible. En revanche, les marchés d'options sont un outil utile, indispensable aux entreprises comme aux investisseurs qui ont besoin de se couvrir contre des variations imprévues et imprévisibles des prix.
- 2 L'obligation de placement d'une part de l'assurance en capital risque ou en fonds de « private equity ». La liberté de décision des gérants a été mise à mal par l'automatisation des achats/ventes, la gestion indicielle, toutes les formes de gestion passive dans lesquelles le gérant abdique sa conviction pour obéir à des instruments. Ce faisant, le gérant n'a pas assez vu à quel point il détruisait sa valeur ajoutée, et finalement, son métier, dans des circonstances de marché où la meilleure position qu'aurait pu prendre un gérant sans contraintes aurait été de rester liquide et non-investi ! Dans le domaine de l'assurance-vie, convoité parce que l'assurance vie a été et demeure le placement préféré des Français, avec plus 1 500 milliards de provisions mathématiques, parce qu'elle constitue un immense fonds de pension qui supplée au manque de systèmes de retraite par capitalisation, la liberté des gérants de décider en fonction de la durée du passif et des engagements qu'ils gèrent quelle allocation est préférable, doit demeurer entière, elle doit même être rétablie. Toute obligation de placement devrait rappeler les échecs notoires des incitations fiscales à investir dans des domaines spécifiques ou des catégories d'actifs définies

indépendamment de l'objet du placement. Seule la durée effective d'immobilisation des fonds devrait justifier les incitations fiscales.

- 3 La suppression de la cotation en continu. La volatilité des marchés rend aberrantes certaines variations de cours observées à l'intérieur d'une seule journée, voire en quelques heures. Ce n'est pas l'effet de la cotation en continu, c'est l'effet des systèmes de déclenchement d'ordres ou des arbitrages de l'instant. 70 % des ordres passés sur les systèmes de négociation correspondent à des opérations de court ou de très court terme ! Mais la cotation en continu assure la continuité des échanges, elle améliore les conditions d'intégration de l'information dans les prix et la continuité des opérations entre des Places ouvertes à des heures différentes en raison des fuseaux horaires. Par ailleurs, ainsi que tendait à le démontrer une étude réalisée par l'AFG à ce sujet (2008), le lien entre volatilité des prix sur les marchés financiers et volatilité de l'activité économique n'est pas établi, certains auteurs tendant même à démontrer que la volatilité sur les marchés des actifs financiers est une protection de l'économie réelle.
- 4 Le resserrement de la réglementation. Le constat est banal, et juste ; une grande part de la crise et de sa diffusion, provient du défaut de réglementation, et moins du manque de règles énoncées que de leur application. Le « shadow banking » (activités de type bancaire réalisées par des entités non bancaires, pour un montant estimé à 50 000 milliards de dollars) aux Etats-Unis a joué un rôle à certains égards supérieur à celui des banques, les opérations non déclarées et non visibles jouent un rôle croissant sur les marchés, et les plates-formes de négociation non réglementées prennent une part croissante dans les échanges de titres. La question de la réglementation est donc biaisée, puisqu'elle se limite à en rajouter sur ce qui est déjà réglementé, alors que le problème est ailleurs. La problème est précisément dans la course au moins-disant qu'instaure le principe de mobilité internationale par rapport à toute réglementation, et qu'une réglementation accrue ici ne fait qu'accroître (chaque règle supplémentaire augmente le bénéfice de ceux qui parviennent à la contourner). Par ailleurs, la tentation réglementaire est insatisfaisante par nature. Elle répond pour l'essentiel à l'idée d'étendre les obligations déclaratives et les contrôles d'activité sans en modifier la nature, elle est donc de nature administrative, elle alourdit les charges, sans rien changer sur le fond. Réglementer dans le cadre existant n'aboutira à rien, sinon à rendre les opérations plus complexes, plus illisibles, in fine plus risquées.
- 5 Les exigences en faveur de la transparence. Le rêve inatteignable de la transparence conduit à intensifier encore la lumière du projecteur sur ce qu'il éclaire déjà. Dans ce qui est transparent, il n'y a rien à voir. La transparence a pour objet de reporter la responsabilité sur le client final en multipliant les conditions formelles à l'accès aux opérations. L'exemple des déclarations exigées au nom du « know your client » est significatif. De telles démarches sont non seulement improductives, mais destructrices à l'égard de la résilience de la société. Car elles substituent des obligations et contraintes formelles au lien social, à la reconnaissance mutuelle, à l'engagement personnel. « Trop d'information tue l'information » ; dans le domaine des obligations légales en matière de titres de placement, les régulateurs ont

organisé le trop-plein et l'augmentent, de manière à ce que le risque de non information grandit au lieu de diminuer.

- 6 La conformité (compliance). La conformité a pour utilité principale de dégager les dirigeants de toute responsabilité, à partir du moment où ils ont rempli leurs obligations formelles. La forme juge le fond ; c'est le présupposé de la conformité, et ce présupposé est évidemment faux. Ce n'est pas sur les moyens que doit être jugé un dirigeant, c'est sur les résultats. La conformité est l'importation détestable en pays latin du puritanisme qui permet tout, à condition que les formes y soient.
- 7 Les ratios prudentiels. La mise en place des ratios actuels est contre-productive, elle est procyclique, elle affaiblit la capacité de financement de l'économie et crée des graves biais concurrentiels au détriment des acteurs européens continentaux. De tels ratio préparent une prochaine crise, non bancaire et financière, mais de l'économie réelle. Ils jouent et vont jouer comme des accélérateurs de cycles et amplifier les tendances des marchés,
- 8 Les incitations fiscales. S'il convient de corriger les désincitations au long terme et les biais défavorable, par exemple, au placement en actions, un investissement de long terme doit être attractif en lui-même. Il doit attirer pour autre chose qu'une dépense fiscale toujours aléatoire et jamais acquise.
- 9 L'interdiction des notations non sollicitées, voire des agences de notation. Interdire la notation des Etats revient à limiter la liberté d'expression ; n'importe qui a le droit d'énoncer, de communiquer, de publier, une opinion sur la capacité des Etats à rembourser leur dette ! L'aberration vient de l'obligation faite aux acteurs financiers de tenir compte des notes émises par les agences de notation pour apprécier et pondérer les risques de leur portefeuille, au moment même où le pouvoir de ces agences est jugé trop élevé ! La question est l'incapacité des gouvernements à maîtriser les dépenses des Etats, en réduisant les dépenses, qui justifie des opinions critiques ou sévères d'agences de notation qui ne sont rien d'autre que des centres d'information et de synthèse d'information au service des acteurs financiers. La solution (présente dans la loi américaine Dodd Frank Act) pourrait être d'exiger des acteurs financiers, non qu'ils suivent passivement les notations des agences, mais qu'ils prennent tous les moyens de décider selon les niveaux de risques, en utilisant notamment, mais pas seulement, les notations des agences. La règle aurait l'avantage de situer les responsabilités au sein de chaque établissement, de relancer la recherche indépendante, et sans doute d'instaurer plus de concurrence entre agences.

=====

VII - Conclusion

Ce rapport a été écrit avec un sentiment de gravité. L'un des effets à long terme désastreux de la crise est d'avoir distrait l'attention et détourné l'effort du sujet essentiel qu'est la préservation de conditions favorables à la vie humaine et à l'épanouissement de sociétés confiantes et stables ; effet désastreux, parce que les indices convergent pour établir avec certitude que des seuils irréversibles peuvent être bientôt dépassés, et qu'un peu d'effort en moins aujourd'hui signifie des bouleversements inouïs demain. L'autre effet, plus actuel celui-là, de la crise bancaire et financière imposée à l'Europe, est la destruction rapide et violente des repères, des structures, des liens, et de la confiance. Dans de nombreux pays, la foi publique est atteinte. Dans tous ceux où la population doit payer pour des fautes qu'elle n'a pas commises, qui ont apporté d'immenses bénéfices à d'autres, la colère cherche ses cibles. Elle les cherchera d'autant plus que l'esclavage pour dette revient dans les mots, dans les têtes et dans les faits. Le vide idéologique dans lequel est plongée l'Europe interdit toute analogie facile avec les années 1930 ; si certaines des conditions de déstructuration sociale et de décomposition interne les évoquent, c'est bien plus la plongée dans l'anomie, la régression dans un état apolitique et asocial qui menace, avec toutes leurs conséquences sur le déclassement de l'Europe dans le monde. N'avoir pas su reconnaître et désigner ses adversaires ; ne pas vouloir nommer et dire ; se tenir en état d'apesanteur stratégique, saturer l'opinion du conte de fée de la mondialisation heureuse et de l'humanité réconciliée ; ne pas se préférer elle-même, et les siens ; ne pas reconnaître ses propres intérêts, et reconnaître que si elle ne les défend pas, personne ne les défendra ; l'absence de la volonté de puissance de l'Europe, son incapacité à se définir, à affirmer son espace vital, à le protéger et à y exercer sa liberté, si la crise n'est pas l'occasion d'en sortir, condamnent l'exercice européen à n'être qu'une modalité de la colonisation de l'Europe par des forces qui lui sont, plus qu'étrangères, hostiles.

Nous vivons un moment de grande confusion par rapport à la banque, à la finance, à l'assurance, un moment dans lequel les approximations, les généralisations hâtives, les contre-vérités détournent l'attention du seul fait déterminant ; **le modèle de croissance fondé sur l'augmentation constante de la production et de la consommation de biens réels arrive à son terme, et avec lui les manières d'habiter, de se déplacer, de consommer, qu'il a suscitées.** La perspective de l'épuisement des services gratuits de la nature, d'un abaissement de la diversité des espèces et de la disponibilité des ressources ultimes, ou encore d'un dérèglement climatique de grande ampleur résultant de l'accroissement continu d'émission de gaz à effet de serre bouleverse toutes les anticipations de rendement, parce qu'elle transformera les conditions de vie. L'illusion de richesse provoquée par les bulles financières successives ne cachera plus longtemps l'appauvrissement réel des pays européens ; **l'avertissement du Président Mohathir Muhamad (ancien Président de la Malaisie, le 7 février dernier, BBC News), est clair : «you can't remedy that by simply printing money ».** Elle ne détournera pas longtemps l'attention de choix politiques et sociaux aveugles au long terme, indifférents aux conditions de vie de la prochaine génération, d'étranges alliances d'intérêt entre administrations européennes des finances et grands acteurs financiers internationaux, pour rendre responsables des acteurs, des entreprises, des secteurs d'activité, qui sont essentiellement les moyens de ces choix. En un mot, ce n'est pas parce que les banques et les marchés ont

offre des conditions d'endettement avantageux que les Etats sont surendettés, c'est parce qu'ils ont multiplié les promesses d'assistance et les engagements non financés. Ce n'est parce que les investisseurs ne veulent pas financer la robustesse des territoires ou la résilience des sociétés que des problèmes se posent dans ces domaines, c'est parce que ces domaines ne suscitent pas ou peu de projets à financer, et que les préférences des épargnants et des investisseurs comme celles des entrepreneurs, ne se portent pas sur ces projets. Les exemples de la finance carbone, des industries de l'éolien et du solaire ou de la distribution d'aliments « bio » montrent que ce qui peut se financer à conditions de marché se finance. Les auditions de dirigeants de banque convergent ; ce ne sont pas les moyens qui manquent, ce sont les projets.

Nous vivons un moment où l'illusion réglementaire bat son plein. Par illusion réglementaire, il faut entendre l'idée selon laquelle tout problème peut être réglé par la loi, la norme ou le décret. Si c'était aussi simple ! De l'interdiction de publier des notations de la dette des Etats à la fermeture des marchés dérivés, de l'interdiction des produits complexes à la confiscation des dividendes, du plafonnement administratif des rémunérations à la nationalisation des banques, une inflation réglementaire procède de la crise et vise à corriger ce que trente ans de dérégulation systématique et aveugle ont laissé faire, ou provoqué. Elle est d'autant plus intense que les règles, les autorités et les commissions ont moins vu, moins prévu et moins prévenu. Elle prétend régler par les formes une question de fond ; le mythe du marché autorégulateur. Elle réveille des appétits, elle suscite le vertige du retour. Elle suscite des à peu près, des généralisations brouillonnes, des confusions regrettables. Elle confond volontiers les produits ou les opérations et l'usage qui en a été fait ; la spéculation est essentielle au fonctionnement du marché, puisqu'il faut bien que certains prennent les risques que d'autres ne veulent pas prendre ; les Credit default swaps sont utiles pour assurer un créancier contre la défaillance de son débiteur, et pour éviter les concentrations du risque en permettant de les échanger ; la titrisation elle-même permet de financer sur le marché des crédits à des conditions que la banque n'aurait pu consentir, et sur ces produits comme sur bien d'autres, c'est l'excès, la sortie des limites et la démesure des appétits ou les erreurs que provoque la convoitise, qui sont coupables.

La prudence aurait dû être de mise dans la dérégulation, à chaque étape justiciable d'une évaluation critique, indépendante et débattue publiquement ; prudence et évaluation à chaque étape doivent être de mise aussi dans la rerégulation dont l'objet n'est ni de revenir aux financements administrés, ni de supprimer la capacité des marchés à dire le prix du risque et la valeur du temps, ni surtout de paralyser l'activité bancaire et financière, mais au contraire, consiste à créer les conditions nécessaires pour rétablir la qualité des prix de marché, l'équité entre les acteurs et la vérité des échanges, pour reterritorialiser la banque et la finance, pour imposer aux marchés financiers les cadres que l'intérêt collectif, la confiance du public et l'autonomie de la société réclament. Car le paradoxe a voulu qu'un idéal légitime – compléter la démocratie politique par une démocratie de marché – et un projet libéral – faire des marchés le point de rencontre de toutes les anticipations, de tous les intérêts, pour en faire le meilleur lieu possible d'allocation des ressources – aient été détournés, pollués et travestis en idéologie au service d'un petit nombre d'intérêts privés, au moment même où les moyens techniques de sa réalisation lui étaient donnés, avec les réseaux, le temps réel et Internet. Il ne s'agit pas de regretter les nationalisations, les financements administrés, le socialisme d'Etat. Il s'agit tout au contraire de retrouver ce qui fut l'espoir libéral d'une

société organisée par les choix collectifs et les préférences individuelles exprimées par le marché, sur un territoire circonscrit et dans une société qui l'organise.

Le propos de ce rapport n'est pas de détruire ce qui a été entrepris, de revenir à un illusoire état antérieur aux financements de marché, il est de reprendre l'entreprise de vérité des prix, de transparence des opérations, de démocratisation et de socialisation des marchés là où elle a été abandonnée, au cours des années 1990, à la suite d'une sidération troublante par l'idéologie de la fin des Nations, du dépassement des frontières et de la sortie des limites.

Nous vivons un moment où la question de la banque et de la finance a changé de sens. Ce n'est pas que les activités financières et bancaires, essentielles à nos sociétés, soient attaquées de l'extérieur, c'est qu'elles-mêmes sont accusées d'attenter à la sûreté, à la stabilité et à la souveraineté de nos sociétés (voir Revue de défense Nationale, « Guerre financière et finance criminelle », Hervé Juvin, Janvier 2012). Les mécanismes du levier, de la manipulation des prix, du détournement de fonds publics (renflouement de structures financières utilisant l'aléa moral pour socialiser leurs pertes, à l'exemple d'AIG aux Etats-Unis, de Royal Bank of Scotland ou de Northern Rock au Royaume-Uni, d'ABN Amro ou de Fortis aux Pays-Bas), constituent des agressions directes contre la confiance des acteurs économiques, contre l'unité et la stabilité internes des sociétés humaines. Les conséquences de ces opérations sur l'activité, les patrimoines, les revenus et l'emploi, sur la propriété et les structures sociales, sont de grande ampleur. Elles sont encore à découvrir, et certains dirigeants auditionnés placent les confrontations stratégiques qui ont lieu dans l'espace des marchés et des monnaies au rang des grands conflits mondiaux, ceux qui mettent en jeu l'indépendance et la souveraineté des peuples. C'est que la foi publique dans la monnaie, dans le système de prix et dans la valeur des contrats est en jeu, comme elle a été en jeu dans la faillite de l'étalon or dans les années 1920, dans la perte de la foi publique en Allemagne et dans l'Europe centrale, dans la destruction des structures sociales et morales existantes, les repères collectifs vitaux – avec des conséquences connues. Les prix sont un bien public de la plus grande importance ; la confiance des acteurs, la foi publique s'y trouve engagée. Nul ne joue impunément avec les prix, les revenus et les patrimoines. La résilience des sociétés et la robustesse des territoires y sont en jeu ; la violence et le désordre s'y trouvent.

Entre autonomie et diversité d'une part, universalisme et dépendance de l'autre ; entre territoire et frontières d'une part, finance mondialisée et prédation irresponsable de l'autre, les choix devant lesquels se trouvent placés la France et l'Union européenne sont clairs. Ils seront impossibles sans une claire conscience des priorités ; le droit à la stabilité sociale, à permanence des repères et à la sûreté morale ; le droit à la préférence territoriale ; le droit à exprimer dans ses achats, dans ses investissements, des préférences collectives et individuelles ; et, par-dessus, la capacité des sociétés humaines à se donner leur loi sur leur territoire et pour les leurs.

Paris, mai 2012

VIII – Annexes

Liste des propositions

Les propositions présentées dans ce rapport sont numérotées de 1 à 40, pour permettre un report plus facile aux analyses qui les fondent et aux considérants qui les appuient. Les logiques d'action sont de niveau différent, certaines peuvent provenir de l'initiative privée, certaines passent par des décisions nationales, d'autres supposent une initiative européenne, d'autres enfin sont mondiales. Elles font également l'objet d'une appréciation de faisabilité, 1 désignant les propositions les plus faciles à mettre en œuvre, 4 les plus difficiles ou les plus exigeantes.

A) Améliorer la connaissance, nourrir le débat public

- 1 - Assurer la confrontation d'expertises contradictoires pour nourrir le débat public et la décision politique – niveau français et européen, 1
- 2 - Transformer les indicateurs économiques - niveau national, 1, européen, 2
- 3 - Modifier le système de prix par l'intégration de facteurs extra financiers – niveau privé et/ou public, 1
- 4 - Identifier nominativement les donneurs d'ordre - niveau européen, 2
- 5 - Centraliser toutes les opérations sur les matières premières sur un marché réglementé - niveau européen, 2
- 6 - Traiter les droits de vote des sociétés de gestion – niveau privé et national, 1

B) Donner leur place aux régions et aux territoires

- 7 - Informer sur la valeur ajoutée européenne des services et des produits – niveau privé et public, 1
- 8 - Appliquer la préférence communautaire, – niveau européen, 1
- 9 - Développer la congruence territoriale des dépôts et des crédits, – niveau national ou européen, 3
- 10 - Organiser un marché primaire des émissions d'entreprises de taille intermédiaires, accessible directement au public – niveau national, 2
- 11 - Favoriser les banques régionales – niveau national, 1
- 12 - Recréer de la viscosité dans les circuits financiers – niveau européen, 3
- 13 - Instituer une taxe sur le chiffre d'affaires réalisé en France – niveau national, 2

C) Sécuriser le développement économique français

14 - Créer une Commission de surveillance des opérations de marché à dimension stratégique – niveau européen, 3, niveau national, 1

15 - Subordonner la communication de données à la réciprocité – niveau européen, 3

16 - Dans des conditions précises, retirer l'autorisation d'opération en Europe à tout établissement ayant servi des intérêts contraires ou hostiles aux intérêts européens – niveau européen, 3

17 - Emettre des obligations dans le public correspondant au financement de projets d'intérêt public, de toute nature (infrastructures, équipement, éducation, sécurité, etc.) – niveau national, 2

D) Améliorer la résilience grâce à la diversité des modèles

18 - Renforcer la diversité des modèles d'entreprise. Renforcer l'attractivité du statut de coopérative européenne – niveau privé et européen, 2

19 - Légitimer la diversité des modèles de gouvernance – niveau national, 1

E) Assurer la préférence pour le long terme

20 - Renationaliser la dette et assurer l'accès direct des épargnants – niveau national, 1

21 - Autoriser les avances de la Banque centrale européenne aux Etats – niveau européen, 3

22 - Substituer une rente perpétuelle aux émissions du Trésor arrivant à échéance – niveau national, 1

23 - Attribuer des droits de vote selon la durée de détention des actions – niveau national, 1

24 - Dynamiser le traitement fiscal actions – obligations – parts sociales en faveur des engagements en fonds propres de longue durée – niveau national, 1

25 - Réformer le régime de l'assurance-vie – niveau national, 1

26 - Renforcer l'incitation de la fiscalité à la détention à long terme de titres – niveau national, 2

27 - Réviser les directives dites « marché des instruments financiers » (MIFID 1 et MIFID 2) – niveau européen, 3

28 - Séparer la banque de marché de la banque de dépôt-crédit – niveau européen, 4

29 - Créer un véhicule d'investissement pour le long terme – niveau national, 2, niveau européen, 3

30 - Assurer la visibilité et la prévisibilité des cadres réglementaires et fiscaux pour favoriser la décision à long terme des acteurs – niveau national, 1

Liste des personnes auditionnées

- Jean-Luc Gréau, économiste, le 7 décembre
- Raphaël Boroumand, chargé de recherches au CNRS, le 7 décembre
- Ramu de Bellescize, maître assistant, droit constitutionnel, le 18 janvier
- Fanny Picard, associé fondateur, Alter Equity, le 4 janvier
- Muriel Bienvenu, psychologue du travail, le 10 janvier
- Guillaume Bousson, associé, Eurogroup, animateur du think tank « Vista », le 26 avril
- Philippe Brassac, secrétaire général, FNCA, le 6 mars
- Stéphane Remus, gérant de sociétés, le 19 janvier
- Claude Fath, Président, Agipi, le 13 décembre
- Mathias Euzen, directeur général, Agipi, le 9 février
- Melchior de Metz, gérant de sociétés, le 13 décembre
- Bertrand Chamouton, conseiller financement d'infrastructures, le 6 décembre
- Valéry Jost, directeur du développement, AGIPI, le 22 décembre
- Paul-François Dubroeuq, ancien directeur international, Euronext, le 13 décembre
- Jean-François Théodore, Président d'honneur, NYSE-Euronext Paris, le 20 janvier
- Philippe Murer, économiste, gérant de fonds, le 20 décembre
- Arnould Bacot, commissaire aux comptes, le 20 janvier
- Florian de la Comble, directeur financier, Thalès, le 20 janvier
- Philippe Bottrie, Directeur des relations publiques, EADS, le 27 janvier
- Dominique Monneron, Directeur, BPCE, le 2 mars
- Anne-Josée Fulgères, conseiller du Président, Natixis, le 17 janvier
- Olivier Haertig, direction de la stratégie, BPCE, le 23 janvier
- Pierre Bollon, délégué général, AFG-ASFFI, le 23 mars
- Christian Rabeau, directeur, AXA IM, le 18 janvier
- Marc Lebrun, analyste crédit, Edmond de Rothschild Banque, le 18 avril.
- Patrick Rochet, ancien fondé de pouvoir, Crédit Suisse First Boston, le 4 mars.
- Général Marc Duquesne, directeur de la DAS, le 16 janvier
- François Bacot, agent de change, le 13 janvier
- Pascal Durand, DG, Crédit mutuel, Maine Anjou Basse Normandie, le 12 janvier
- Jean-Philippe Aubertel, Direction des Risques, AFD, le 26 janvier
- François Drouin, Président, Oséo, le 13 mars
- Pierre-Yves Rougeyron, économiste, Ecole de guerre économique, le 16 mars
- Ulrike Guérot, déléguée générale, ECFR, le 6 mars
- Marion Wlodarczyk, docteur en sociologie, le 7 mars.

Bibliographie

- « De l'autosuffisance nationale », J. M. Keynes, 1933, publié dans l'Economie politique, juin 2006 (traduction Marc Mousli)
- « Histoire de l'économie française depuis 1945 », Jean-François Eck, Cursus, Armand Colin, 2006
- « Faiblesse et atouts de la France dans la zone euro », COE-Rexecode, Mars 2012
- « Economie de la biodiversité », Sociétal, Institut de l'entreprise, 1er trim. 2010
- « Les marchés financiers – voyage autour de la planète financière », Hervé Juvin, Eyrolles - Les Editions d'Organisation, 2004
- « Le Nouvel Age des Marchés français », François Bacot, Paul-François Dubroeuq, Hervé Juvin, Les Djinns, 1989
- « Comment les pays riches sont devenus riches, pourquoi les pays pauvres restent pauvres », Erik Reinert, De Guibert, 2012
- « Géopolitique de la France », Pascal Gauchon, Major, PUF, 2012
- « Les nouvelles frontières de l'entreprise », Michel Drancourt, Major, PUF, 2005
- « La France et ses multinationales », Xerfi, 2011
- « La Grande Transformation », Karl Polanyi, Tel, Gallimard, 1944
- « Le Vide stratégique », Philippe Baumard, CNRS Editions
- « Les Guerres de l'Empire global » Alain Joxe, La Découverte, 2012
- « Cours d'économie politique », Jean-Baptiste Say, 1819
- « Le processus du développement économique » Douglass North, Editions d'Organisation, 2005
- « Capitalisme financier et sécurité économique », Alexandra Guy et Xavier Bascher, INHESJ-Vuibert, 2011
- « La guerre économique – rapport Antheios 2010 », sous la direction de Jean-Marc Huissoud et Frédéric Munier, collection Major, PUF, 2009
- « Mythes et paradoxes de l'histoire économique », Paul Bairoch, La Découverte, Poche, 1999
- « L'urgence industrielle », Gabriel Colletis, Le Bord de l'Eau, 2012
- « Vers une souveraineté industrielle ? », Eric Delbecque et Angélique Lafont, INESJ-Vuibert, 2011
- « The collapse of globalism », John Ralston Saul, Penguin Books, 2005
- « Eloge des Frontières », Régis Debray, Gallimard, 2011
- « La Mobilisation Infinie », Peter Sloterdijk, Points, Seuil, 2000
- « Le seul et vrai paradis », Christopher Lasch, Champs, Flammarion, 2006
- « Le doux monstre de Bruxelles », Hans Magnus Enzensberger, Gallimard, 2011
- « Science, Politique et Gnose », Eric Voegelin, Bayard, 2004
- « Les grandes représentations du monde et de l'économie », René Passet, LLL, 2010
- « Au fondement des sociétés humaines », Maurice Godelier, Albin Michel, 2007
- « La Trahison des économistes », Jean-Luc Gréau, Le Débat, Gallimard, 2010
- « Histoire intellectuelle du libéralisme », Pierre Manent, Pluriel, Hachette, 1987
- « Vertus publiques, bonheur privé », Albert Hirschmann, PUF, 1998