



## LE CERCLE TURGOT

Sous la direction de **JEAN-LOUIS CHAMBON**  
*Président d'honneur et fondateur du Cercle Turgot*

et **JEAN-JACQUES PLUCHART**  
*Professeur à l'université Paris-I Panthéon-Sorbonne*

*Prélude de* **PHILIPPE MARINI**  
*Président de la commission  
des finances du Sénat*

*Postface de* **HENRI MALOSSE**  
*Président nommé du comité économique  
et social européen*

CAROLINE BERTIN DELACOUR  
JEAN-PAUL BETBÈZE  
PASCAL BLANQUÉ  
FRANK BOURNOIS  
NICOLAS BOUZOU  
JEAN-LUC BUCHALET  
JEAN-LOUIS CHAMBON  
DANIEL CORFMAT  
JEAN-MARC DANIEL  
JEAN-LUC DECORNOY

PHILIPPE DESSERTINE  
YVES DOUTRIAUX  
DENISE FLOUZAT  
JEAN-CLAUDE GRUFFAT  
BÉATRICE GUYNAMANT  
PHILIPPE HERLIN  
PHILIPPE JURGENSEN  
JEAN-SÉBASTIEN LANTZ  
ALICE LE FLANCHÉC  
VIVIEN LEVY-GARBOUA  
ANDRÉ LÉVY-LANG

THIERRY LUTHI  
GÉRARD MAAREK  
MICKAËL MANGOT  
JEAN-BERNARD MATEU  
FRANÇOIS MEUNIER  
JACQUES MISTRAL  
WILLIAM NAHUM  
PHILIPPE NASZÁLYI  
DENIS NEVEUX  
GEORGES PAUGET  
JEAN-FRANÇOIS PHELIZON

JEAN-JACQUES PLUCHART  
CLAUDE REVEL  
HUBERT RODARIE  
PIERRE SABATIER  
CHRISTIAN SAINT-ÉTIENNE  
PASCAL SALIN  
MICHEL SCHELLER  
JEAN-MICHEL SEVERINO  
CAROL SIROU  
CHRISTIAN WALTER  
DANIEL ZAJDENWEBER

# Grandeur et misère de la finance moderne

Regards croisés de 45 économistes

EYROLLES

# Ces 25 années qui ont révolutionné la finance moderne

**L**es auteurs du Cercle Turgot livrent une lecture d'ensemble des chocs successifs qui ont affecté le monde de la finance au cours des vingt-cinq dernières années, et explorent le profond changement de paradigme en cours.

Cette mutation conduit à repenser complètement les systèmes de régulation financière, mais aussi les visions communément admises de l'entreprise et de la banque. Issus des mondes de la finance, de l'industrie, de la haute administration ou de l'université, les auteurs esquissent, par leurs analyses croisées, le « monde d'après » et ses implications économiques et sociales. Ils émettent des signaux annonciateurs des évolutions ou des crises futures.

Accompagnant la 25<sup>e</sup> édition du prix Turgot du meilleur livre d'économie financière, cet ouvrage offre au lecteur une vision d'ensemble originale des grandes problématiques financières contemporaines.



**Le Cercle Turgot** rassemble les meilleurs experts francophones du monde de la finance, universitaires, dirigeants d'entreprises et d'institutions réputées, dont plusieurs auteurs des derniers best-sellers économiques. De grands acteurs de la finance sont ainsi rassemblés dans cette initiative inédite coordonnée par Jean-Louis Chambon et Jean-Jacques Pluchart.

# Grandeur et misère de la finance moderne

Éditions Eyrolles  
61, bd Saint-Germain  
75240 Paris Cedex 05  
[www.editions-eyrolles.com](http://www.editions-eyrolles.com)

En application de la loi du 11 mars 1957, il est interdit de reproduire intégralement ou partiellement le présent ouvrage, sur quelque support que ce soit, sans autorisation de l'éditeur ou du Centre français d'exploitation du droit de copie, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris.

© Groupe Eyrolles, 2013  
ISBN : 978-2-212-55547-9

CERCLE TURGOT  
Sous la direction de  
Jean-Louis Chambon et Jean-Jacques Pluchart

# Grandeur et misère de la finance moderne

Avec les contributions de :

Caroline Bertin Delacour, Jean-Paul Betbèze, Pascal Blanqué, Frank Bournois, Nicolas Bouzou, Jean-Luc Buchalet, Jean-Louis Chambon, Daniel Corfmat, Jean-Marc Daniel, Jean-Luc Decornoy, Philippe Dessertine, Yves Doutriaux, Denise Flouzat, Jean-Claude Gruffat, Béatrice Guynamant, Philippe Herlin, Philippe Jurgensen, Jean-Sébastien Lantz, Alice Le Flanchec, Vivien Levy-Garboua, André Lévy-Lang, Thierry Luthi, Henri Malosse, Gérard Maarek, Mickaël Mangot, Philippe Marini, Jean-Bernard Mateu, François Meunier, Jacques Mistral, William Nahum, Philippe Naszályi, Denis Neveux, Georges Pauget, Jean-François Phelizon, Jean-Jacques Pluchart, Claude Revel, Hubert Rodarie, Pierre Sabatier, Christian Saint-Étienne, Pascal Salin, Michel Scheller, Jean-Michel Severino, Carol Sirou, Christian Walter, Daniel Zajdenweber

**EYROLLES**



## CERCLE TURGOT

### Association régie par la loi du 1<sup>er</sup> juillet 1901

Siège social : 14, rue Pergolèse – CS 11655 – 75773 PARIS Cedex 16  
Conférences : Maison de la Chasse et de la Nature, Hôtel de Guénégaud – 75003 PARIS

Centre de réflexions et d'analyses financières traitant des grands sujets économiques et sociaux, il a pour vocation d'encourager les auteurs, de favoriser la recherche fondamentale et appliquée dans ces domaines, la pédagogie, principalement en économie financière et de promouvoir les jeunes talents, économistes, auteurs et chercheurs. L'association édite des ouvrages, des rapports, organise ou participe à des colloques, séminaires, conférences ou débats.

L'Association se compose, outre les membres d'honneur, de membres Fondateurs, Associés, Actifs, des lauréats des éditions du prix Turgot (25), des représentants de l'économie, de la finance et de l'entreprise.

Le Cercle soutient l'événement annuel du prix Turgot du meilleur livre d'économie financière créé sous le haut patronage du ministère de l'Économie et des Finances, et le Prix FFA-Turgot de la Francophonie en étroite liaison avec l'Association des élèves et anciens élèves de l'Institut de haute finance, **IHIFI** institut créé par le président Pompidou en 1972.

<b>Conseil d'administration</b>	
<p>Président d'Honneur Fondateur : Jean-Louis CHAMBON, Président du Prix Turgot Président : Jacques-Henri DAVID, Président d'Axior Vice-Présidents : Patrick COMBES, DG Viel – Philippe DESSERTINE, DG IHFI – Nicolas BOUZOU, Président Astérés Administrateurs : Michel BON, Frank BOURNOIS, Jean-Gilles SINTES, Jean-Bernard MATEU, Jean-Jacques PLUCHART, Pierre SABATIER, Christian WALTER Trésorier : Michel GABET Conseiller scientifique : Christian WALTER</p>	<p>Pierre MONZANI, Préfet Philippe NASZÁLYI Directeur RSG Valérie OHANNESSIAN, DGA FFB Pierre PARIENTE, DG de l'IFG Olivier PASTRE, professeur à Paris VIII Georges PAUGET (Grand Prix 2009) Jean-Pierre PETIT, prix Turgot 2003 Jean-François PHELIZON, Dir Gal Adj Groupe St Gobain Jean-Jacques PLUCHART, Professeur à Paris I Anne-Claude PONT Managing Director France RBS Michel de PRACONTAL (Turgot 2009) Olivier RAY, Grand Prix 2011 Jean-Michel RAYNAUD, CES Vincent REMAY, Conseiller du Président Viel &amp; Cie Claude REVEL, conseiller commerce extérieur Pierre-Emmanuel RICHARD, Dir SIRCOM Xavier ROIRET, Délégué général CICF Hubert RODARIE, DG SMA BTP Pierre SABATIER, économiste Christian SAINT-ETIENNE, prix Turgot 1994 Michel SCHELLER, Président 3 AF Jean-Michel SEVERINO, Grand Prix 2011 Carol SIROU, Présidente Standard et Poor's France François-Xavier SIMON, DFCG Jean-Marc SYLVESTRE, journaliste Général François VAQUIER, MIRVOG Daniel VITRY, professeur à Paris II Christian WALTER, Dir Chaire Ethique et Finance ICP Paris Daniel ZAJDENWEBER, prix Turgot 2000 Guy SALZIGER, Past Président de l'ACSED (Association des Cadres supérieurs et dirigeants de France Télécom</p>
<b>Autres membres actifs</b>	
<p>Michel AGLIETTA, Prof Université Marie ALLAVENA, Directeur Général Groupe Eyrolles Armand ANGELI, président de EOA Jean-Pierre AYER, président HPR Daniel BACQUEROET, président de la DFCG Nicolas BARRE, directeur général délégué de la rédaction des Echos Nicolas BAVEREZ, économiste Caroline BERTIN DELACOUR, (Turgot 2009) Jean-Paul BETBEZE, économiste Pascal BLANQUE, économiste Arnaud de BRESSON, DG de Paris Europlace Jean-Luc BUCHALET, économiste Daniel BURLIN, Past DG Technip Hervé de CARMOY, président d'Étam Daniel COHEN (Turgot 2009) Laurent COHEN-TÁNUGI, avocat essayiste Alain DAUTRIAT, Prof Marketing Yves DOUTRIAUX, conseiller d'État Jean-Luc DECORNOY, président KPMG. Pierre DOCKES (Turgot 2009) François DROUIN Président d'OSEO Christian DUVILLET, DG de LCL Marc FOSSIER, directeur France-Télécom Michel GABET, secrétaire général AEEIHI Steve GENTILI, président du FFA et de la Bred Pierre-Noël GIRAUD, Prix Turgot 2001 Jacques GODRON, Vice Président du Cercle Colbert et Conseiller auprès de Hervé Novelli Alexa GUENOUN, DG Téménos Marc GUILLAUME (Turgot 2009) Christophe GUILLEMIN, Dr Gal French American Foundation France Jean-Claude GRUFFAT dirigeant de banque Jean-Michel HILSENKOPF, Président Téménos Marcel JAYR, conseil consultatif de l'AMF Bruno JULIEN, Dr Gal de Tocqueville Finance, Président de la holding Tocqueville Finance, Pt de Thiriet Gestion Christian JULIENNE, président Héritages et Progrès Philippe JURGENSEN, président de l'ACAM Laure KLEIN, Prix Spécial Turgot 2008 Fabrice LACOMBE, Président Michael Page Alain LAURENT, philosophe Vivien LEVY-GARBOUA Comex BNP André LÉVY-LANG, prix Turgot 2006 Frédéric LIOTARD, Président Prospective Mickaël MANGOT, prix Turgot 2005 Jean-Bernard MATEU DG Natixis Financement Bénédicte MERLE, vice-présidente AEIHI François MEUNIER DGA de Coface Serge MICHEL journaliste, Prix Albert Londres Jacques MISTRAL, Directeur des études économiques à L'institut français des relations internationales (IFRI)</p>	<p><b>Sont aussi Membres :</b> – Les co-auteurs des ouvrages publiés par le Cercle (<i>Repenser la Planète Finance</i>, 2009, <i>Chinamérique</i>, 2010 <i>Rigueur ou relance</i>, 2011) – Les Nominés primés dans chaque Edition (Grand Prix – Prix Spécial du Jury et Prix Spéciaux)</p>

# Table des matières

Remerciements.....	9
Les auteurs .....	11
Avant-propos .....	19
Prélude	
L'évolution de la Banque centrale européenne (Philippe Marini) .....	27
<b>PARTIE 1 – VERS DE NOUVEAUX PARADIGMES DE LA FINANCE</b>	
1986 : naissance de la finance moderne et du prix Turgot (Jean-Louis Chambon et Jean-Jacques Pluchart).....	43
Vers un nouveau régime économique (Pascal Blanqué) .....	49
Conjurer les « trente soucieuses » : rééquilibrer le système économique mondial (Jean-Michel Severino).....	59
Finance, le nouveau paradigme (Philippe Herlin) .....	69
Vingt-cinq ans de finance comportementale ou l'émergence d'un nouveau paradigme (Mickaël Mangot) .....	71
L'hypercrise, une interprétation psychanalytique (Vivien Levy-Garboua et Gérard Maarek) .....	83
Une affaire d'opinion (Jean-François Phelizon) .....	93
La notation : un outil incontournable du financement des investissements (Carol Sirou).....	97
Nouveaux défis pour les managers des salles de marchés (Béatrice Guynamant et Frank Bournois).....	111
Finance et ressources humaines : une interrelation durable (Alice Le Flanchec) .....	125
De la confiance à la défiance dans la chaîne financière (Jean-Jacques Pluchart).....	133
<b>PARTIE 2 – VERS UNE NOUVELLE RÉGULATION FINANCIÈRE</b>	
La martingalisation des marchés financiers (Christian Walter) .....	149
Les dérèglements de la dérèglementation (Daniel Zajdenweber).....	161
Plus de régulation ou moins de régulateurs ? (Jean-Claude Gruffat) .....	171

Rééquilibrage des flux d'épargne mondiaux et stabilité financière (Denise Flouzat) .....	183
Barack Obama et la réforme de Wall Street : la loi Dodd-Frank a-t-elle remis la finance sous contrôle ? (Jacques Mistral) .....	193
La finance sous influence (Claude Revel) .....	203
Les institutions européennes à l'épreuve de la crise de l'euro (Yves Doutriaux) .....	209
Les tentatives de réforme de la régulation financière face à la crise (Philippe Jurgensen).....	219
Derrière la crise européenne, les pouvoirs et la stratégie (Jean-Paul Betbèze).....	227
L'euro et le traité de Maastricht (Christian Saint-Étienne) .....	233
Monnaie, à la recherche du temps perdu... (Hubert Rodarie) .....	243
Voyage dans le temps qui se veut instructif autour des crises financières (Jean-Marc Daniel) .....	251
2012, ou la fin d'une époque (Jean-Luc Buchalet et Pierre Sabatier) .....	259
La crise de l'euro. Incompréhensions, interrogations d'un honnête citoyen (Michel Scheller) .....	265
Crise et régulation financière (William Nahum).....	267
Les leçons de la crise : quelle finance en appui de la croissance ? (Philippe Dessertine) .....	279

### PARTIE 3 – VERS UNE NOUVELLE GOUVERNANCE DE LA BANQUE ET DE L'ENTREPRISE

D'où vient la préférence pour l'inflation des banques centrales ? (Nicolas Bouzou) .....	289
L'évolution des modèles des banques (Georges Pauget) .....	297
La réforme du système bancaire : peut-on rêver ? (Pascal Salin) .....	301
Les métiers bancaires, modes et réalités (André Lévy-Lang) .....	307
La banque de détail : un long fleuve tranquille ? (Jean-Bernard Mateu) ..	313
Banques et classe politique française : le grand malentendu ? (Jean-Louis Chambon) .....	319
Les salaires des banquiers : la fin du festin ? (François Meunier) .....	333
L'investissement durable (Caroline Bertin Delacour).....	347
Sortir de la crise grâce aux financements alternatifs (Philippe Naszályi). ..	359

Audit de qualité, sécurité financière, stabilité des marchés, vingt-cinq ans de quête du Graal et quelques perspectives (Jean-Luc Decornoy et Denis Neveux).....	361
Valorisation de l'entreprise innovante et systèmes de gouvernance (Jean-Sébastien Lantz).....	375
Une gouvernance responsable, pour une entreprise pérenne et durable (Daniel Corfmat) .....	387
25 ans : la mutation du métier de directeur financier (Thierry Luthi) .....	399
Postface - Une crise peut en cacher une autre : celle de l'Europe ! (Henri Malosse) .....	413
Index.....	421



# Remerciements

J'adresse mes remerciements à l'ensemble des quarante-cinq coauteurs de cet ouvrage, qui, malgré la difficulté de l'exercice et leurs lourdes charges de travail, ont accepté de livrer leurs visions des profondes mutations actuellement traversées par la finance moderne.

Je tenais à associer à cet hommage le président Jacques Henri David pour l'intérêt qu'il porte au Cercle Turgot et à son image, pour ses encouragements et ses précieuses suggestions.

J'exprime aussi ma reconnaissance aux membres du grand jury et aux lecteurs du club de présélection du prix Turgot – notamment à son animateur, François-Xavier Simon – pour avoir mis en lumière les meilleurs ouvrages francophones de finance parus au cours des vingt-cinq dernières années.

Ma gratitude va également à Jean-Jacques Pluchart qui a coordonné avec moi la conception et la rédaction de cet ouvrage collectif publié à l'occasion du 25<sup>e</sup> anniversaire du prix Turgot.

Jean-Louis Chambon

Président d'Honneur et Fondateur  
du Cercle Turgot  
Président du prix Turgot  
et de la FNCD



# Les auteurs

## CAROLINE BERTIN DELACOUR

- Depuis 2009, directrice juridique de Wendel, société d'investissement cotée à la Bourse de Paris. Était auparavant avocate associée du cabinet August & Debouzy, où elle a exercé en fusions-acquisitions et droit des sociétés de 1998 à 2009, après avoir été avocate fiscaliste au sein du cabinet Cleary Gottlieb Steen & Hamilton de 1988 à 1998.
- Auteure de *Les Fonds souverains : ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale* (coédité par Eyrolles et *Les Échos*, 2009) et a publié plusieurs articles sur le sujet.
- Prix du nouveau talent Turgot en 2010.
- Inscrite au Barreau de Paris de 1990 à 2009.
- Titulaire d'un LLM de New York University (1987), d'un DESS de fiscalité appliquée de l'université Paris-V René-Descartes (1985) et d'une maîtrise en droit des affaires de l'université Paris-II Panthéon-Assas (1984).

## JEAN-PAUL BETBÈZE

- Chef économiste & Directeur des Études Économiques, Membre du Comité Exécutif de Crédit Agricole SA, Jean-Paul Betbèze est Professeur d'Université, Membre de la Commission Économique de la Nation.
- Développe l'essentiel de ses activités dans l'étude de la conjoncture économique à court et moyen terme et dans l'évolution du secteur bancaire et financier.
- Dernières publications : *2012 : 100 jours pour défaire ou refaire la France*, PUF, 2012 ; *Quelles réformes pour sauver l'État ?*, avec Benoît Cœuré, les Cahiers du Cercle des économistes, PUF, 2011 ; *Les 100 mots de l'Europe*, avec Jean-Dominique Giuliani, PUF, 2011 ; *Banques centrales et stabilité financière*, avec Christian Bordes, Jézabel Couppey-Soubeyran et Dominique Plihon, Rapport du CAE, La Documentation Française, 2011 ; *2011, la France à quitte ou double*, PUF 2011 ; *Les 100 mots de la Chine*, avec André Chieng, PUF, 2010, traduction en japonais ; *Crise – par ici la sortie*, PUF 2010 ; *Rapport 2009 sur les délais de paiement* – Banque de France,

décembre 2009 ; *Crise – une chance pour la France ?*, PUF, 2009 ; *Les 100 mots de l'économie*, PUF, 2005 – 5<sup>e</sup> édition 2011, traductions grecque, portugaise, arabe.

## PASCAL BLANQUÉ

- Ancien élève de L'École normale supérieure, diplômé de l'IEP Paris, docteur en sciences de gestion de l'université Paris-Dauphine.
- A effectué toute sa carrière dans la banque. Est actuellement *Chief Investment Officer*, directeur de la gestion d'actifs (*Asset Management*) d'un grand groupe bancaire international, après en avoir été le chef économiste.
- Auteur (Éd. Economica) de *Money, Memory and Asset Prices (2010)* ; *The Social Economy of Freedom (2011)* ; *Grammatica Economica (2012)*.

## FRANK BOURNOIS

- Professeur de sciences de gestion à Paris-II Sorbonne-Université et membre du Cercle Turgot.
- Président de la Commission d'évaluation des formations et des diplômes de gestion (CEFDG), codirecteur du CIFFOP.
- Conseil de direction générale, auteur et chroniqueur.

## NICOLAS BOUZOU

- Prix spécial du jury Turgot 2007.
- Économiste, directeur-fondateur d'Asterès. Est directeur d'études au sein du MBA de droit des affaires et de management de l'université de Paris-II Assas.
- Éditorialiste au Canal Plus, intervenant régulier sur plusieurs chaînes de télévision et de radios (BFM, LCI, RTL, France Télévisions et Canal Académie), nombreuses conférences en France et à l'étranger.
- Chroniqueur, auteur, dont le *Petit Précis d'économie appliquée à l'usage du citoyen pragmatique* (Eyrolles, 2007, prix spécial du jury Turgot en 2008), *Krach financier : ce qui va changer pour vous* (Eyrolles, 2008), *Le Capitalisme idéal* (Eyrolles, 2010), *Le Chagrin des classes moyennes* (Lattès, 2011).

**JEAN-LUC BUCHALET**

- Ingénieur agronome de formation, a cofondé le cabinet indépendant de recherche économique et financière PrimeView.
- Enseignant en 3<sup>e</sup> cycle (AgroParisTech, IAE de Paris, Assas, Conservatoire national des arts et métiers), conférencier, chroniqueur et coauteur de plusieurs ouvrages en tant que membre du Cercle Turgot (*La Chine-mérique, Rigueur ou relance ?*), est également l'auteur d'un essai, *La Chine, une bombe à retardement*, ainsi que d'un roman, « *Chine, la face cachée* », tous deux publiés en 2012.

**JEAN-LOUIS CHAMBON**

- Ancien élève de l'Institut de haute finance (IHFI), de l'Institut supérieur de la banque et de l'IHEPS.
- Président du prix Turgot – président d'honneur et fondateur du Cercle Turgot.
- Président de la Fédération nationale des cadres dirigeants (FNCD).
- Past-directeur (Groupe Crédit agricole).
- Chroniqueur dans différentes revues financières, à Canal Académie (à l'Institut de France) et à RCF.

**DANIEL CORFMAT**

- Président de l'Association des dirigeants et administrateurs d'entreprises (ADAE).
- Consultant.
- Auteur.

**JEAN-MARC DANIEL**

- Professeur à l'ESCP Europe.

**JEAN-LUC DECORNOY**

- Diplômé de l'Essec, expert-comptable.
- Président de KPMG SA depuis 2001. Rejoint KPMG en 1977, accède au statut d'associé dès 1988, est nommé directeur général en 1993.
- Commissaire aux comptes de plusieurs grands groupes français dans les secteurs de la distribution, des hautes technologies et de l'énergie.
- Président honoraire du département des marchés financiers (DMF) de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes dont il a été successivement vice-président et président pendant quatre ans. Siège au *board* mondial de KPMG International, est membre de la Global Executive Team. Est vice-président de la région EMA de KPMG (Europe, Moyen-Orient, Afrique).

- A enseigné la comptabilité et la finance à l'Essec ainsi qu'à l'École centrale de Paris durant dix années.
- Auteur, chroniqueur.

**PHILIPPE DESSERTINE**

- Professeur à l'université Paris-Ouest-Nanterre La Défense.
- Directeur de l'Institut de haute finance (IHFI).
- Président du Cercle de l'entreprise.
- Auteur, chroniqueur, intervenant régulier dans les médias nationaux (radio, télé et Canal Académie). Dernière publication : *Ceci n'est pas une crise, c'est la fin d'un monde* (Anne Carrière, 2009).

**YVES DOUTRIAUX**

- Conseiller d'État.

**DENISE FLOUZAT**

- Professeur émérite de l'Université de Paris-I Panthéon-Sorbonne où elle a fait la plus large partie de sa carrière et où elle continue d'enseigner ainsi qu'à Paris-II. A été aussi Recteur d'Académie. Spécialisée dans l'enseignement des phénomènes monétaires, et a été nommée au Conseil de la politique monétaire de la Banque de France.
- Est aujourd'hui Administrateur H. de la Fondation de la Banque de France pour la recherche, Administrateur du Centre des professions financières, Administrateur de la Société d'économie politique, Membre du Conseil de l'UFR 06 - Sciences de Gestion de l'Université Paris-I.
- A publié notamment un manuel en trois tomes l'« Économie contemporaine », ainsi que des ouvrages et de nombreux articles sur les économies asiatiques dont *La nouvelle émergence des pays asiatiques*, PUF, collection Major, 1999, et *Japon éternelle renaissance*, PUF, 2002.

**JEAN-CLAUDE GRUFFAT**

- Depuis avril 2011 est localisé à New York, en charge de la relation globale de Citigroup avec les grandes multinationales européennes.
- De septembre 1998 à mars 2011, directeur général exécutif de Citigroup en France.
- De 1973 à 1998, a exercé de nombreuses responsabilités internationales (Asie, Moyen-Orient, Amérique du Nord) au sein de Banque Indosuez y compris après son acquisition en 1996 par le groupe Crédit agricole, tant dans les métiers de marchés que dans la banque d'affaires et d'entreprise.

- Conseiller du commerce extérieur de la France depuis 1984, il a présidé de 2008 à 2011 l'American Chamber of Commerce in France.
- Depuis 2008 gouverneur de l'American Hospital of Paris et membre de son comité financier.
- Appartient à l'Economic Club de New York.
- Membre fondateur et administrateur de United Way Tocqueville en France.
- Titulaire d'un doctorat d'État en droit public ainsi que d'un DESS en science politique de l'université de Lyon, du diplôme de l'IEP, et du diplôme supérieur de l'Institut de droit du travail, il a suivi en 1987 le Stanford Executive Program, GSB, Stanford University, CA.

#### BÉATRICE GUYNAMANT

- Ancienne DRH d'institution financière et actuellement professeur à l'ISC Paris – School of Management.

#### PHILIPPE HERLIN

- Chercheur en finance et chargé de cours au Conservatoire national des arts et métiers. Il s'intéresse aux travaux de Benoît Mandelbrot sur les risques extrêmes et au concept du cygne noir de Nassim Taleb.
- Auteur de *Finance : le nouveau paradigme* (Eyrolles, 2010), qui a obtenu le prix spécial du jury Turgot 2011. Cet ouvrage a été repris et développé dans *Repenser l'économie* (Eyrolles, 2012). Il a par ailleurs publié, toujours chez le même éditeur et en 2012, *France, la faillite ? et L'Or, un placement d'avenir*.

#### PHILIPPE JURGENSEN

- Diplômé de l'Institut d'études politiques de Paris et de l'ENA.
- Inspecteur général des finances. Il a commencé sa carrière en 1969 en qualité d'inspecteur des finances ; en 1973-1974, a été chargé de mission auprès du cabinet du ministre de l'Économie et des Finances. À partir de 1974, il entre à la direction du Trésor en tant que chef de bureau, puis sous-directeur des Affaires multilatérales et à partir de 1982, directeur adjoint du Trésor et chef du service des Affaires internationales. De 1985 à 1987, est directeur des relations économiques extérieures (DREE) au ministère de l'Économie et des Finances, puis, pendant six ans, à partir de 1989, directeur général de la Caisse française de développement. En 1995, président-directeur général de la Sofaris, puis en octobre 1996, président-directeur

général de l'Anvar, et également de 1996 à juin 2005, secrétaire général du Comité interministériel Euréka.

- Depuis juillet 2004, président de l'Acam.
- Professeur d'économie à Sciences-Po (Paris).
- Auteur de six ouvrages, notamment sur la monnaie européenne et sur l'économie du développement.

#### JEAN-SÉBASTIEN LANTZ

- Lauréat du prix Turgot 2005 pour son ouvrage *La VALO : valorisation stratégique et financière*.
- MBA et docteur ès sciences de gestion spécialisée en finance.
- Professeur pendant dix ans d'économie financière à l'École nationale supérieure des télécommunications ParisTech, puis à l'IAE d'Aix-en-Provence.
- Directeur du cabinet de conseil en gestion d'entreprise Valoprime.
- Ancien capital-risqueur, a modélisé de nombreux plans d'affaires dans des environnements technologiques extrêmes. Ses expériences professionnelles et théoriques lui permettent aujourd'hui d'adapter ses méthodologies au sein de groupes internationaux : Volkswagen MAN, Microsoft, L'Oréal, Danone... Il est également spécialisé dans la formation « exécutive » et dispense ses enseignements de la finance dans les institutions suivantes : Saïd Business School Oxford, WHU Koblenz, ISB Inde, École polytechnique, Télécom ParisTech, HEC, Essec.

#### ALICE LE FLANCHEC

- Professeur à l'Université Paris-I (Panthéon-Sorbonne), membre du PRISM Sorbonne.
- Coordinatrice (avec Anne Gratacap) de l'ouvrage *La confiance en gestion, un regard pluridisciplinaire*, Prix Turgot (ouvrages collectifs) en 2012.
- Directrice du Master 2 Sciences du Management (Management Stratégique International) à l'École de Management de la Sorbonne.
- Rédacteur en chef de la *Revue de Gestion des Ressources Humaines*.

#### VIVIEN LEVY-GARBOUA

- Diplômé de l'École polytechnique, de l'École des mines, et titulaire d'un PhD. en économie d'Harvard.
- A fait toute sa carrière bancaire chez BNP Paribas où il a été membre du comité exécutif depuis 1989, avant d'être nommé *senior advisor* en 2009.

- Économiste et auteur de plusieurs ouvrages, dont *Macroéconomie contemporaine* (Economica, avec Bruno Weymuller), *La Dette, le boom, la Crise* (1986, Economica avec Gérard Maarek), et plus récemment *Macropsychanalyse, l'économie de l'inconscient* (PUF 2007 avec Gérard Maarek) et *Les 100 mots de la crise financière* (PUF, 2009 avec Bertrand Jacquillat).

#### ANDRÉ LÉVY-LANG

- Diplômé de l'École polytechnique (1956) et docteur (PhD. in Business Administration, 1966) de l'université de Stanford.
- A débuté comme physicien au Commissariat à l'énergie atomique en 1960. De 1962 à 1974, dans le groupe Schlumberger, a occupé différentes fonctions techniques et de direction, en France et aux États-Unis. Entré dans le groupe Paribas en 1974, a été nommé en 1982 président du directoire de la Compagnie bancaire, banque de financements spécialisés filiale de Paribas, puis président du directoire du groupe Paribas de 1990 jusqu'à la fusion avec BNP en 1999.
- Professeur associé émérite à Dauphine, président du conseil de surveillance des *Échos*, président de la Fondation du risque et de l'institut Louis Bachelier, administrateur de Dexia, de Scor, membre du conseil de surveillance de Paris-Orléans, vice-président de l'Institut europlace de finance, membre du conseil de l'Institut des hautes études scientifiques, de l'American Hospital in Paris, de l'Institut français des relations internationales et de la Fondation Pierre-Gilles-de-Gennes.

#### THIERRY LUTHI

- Directeur financier de Cegid.
- Président de l'Association nationale des directeurs financiers et contrôle de gestion (DFCG), membre du conseil d'administration et du bureau de Lyon Place financière et tertiaire, coprésident d'un groupe de travail sur le Hub de la finance région Rhône-Alpes. Auditeur financier, puis directeur de mission Ernst and Young et Cogeco-Flipo. Responsable normes de consolidation et reporting groupe BNP Paribas. Fonctions finance-gestion (15 ans) dans le secteur de l'édition de logiciels.
- Diplômes universitaires d'économie, gestion.
- Expert-comptable.

#### HENRI MALOSSE

- Conseiller européen, membre du Comité économique et social européen.
- Universitaire.

#### GÉRARD MAAREK

- Diplômé de l'École polytechnique et de l'Ensa-e.
- A été secrétaire général de l'Insee et, de 1992 à 2000, responsable des études économiques au Crédit agricole.
- Aujourd'hui consultant indépendant, est depuis 2005 *senior adviser* à l'Edhec.
- Auteur : parmi ses livres récents, *Économie de l'enlèvement* (1997, Economica), *Macroéconomie et gestion d'actifs* (2003, Economica) et *Macropsychanalyse, l'économie de l'inconscient* (2007, PUF, avec Vivien Levy-Garboua).

#### MICKAËL MANGOT

- Docteur en économie.
- Enseignant à l'ESSEC (à Paris et à Singapour) et à l'IESE.
- Consultant en finance comportementale et en économie du bonheur.
- Auteur de plusieurs ouvrages internationaux, dont *Psychologie de l'investisseur et des marchés financiers* (Dunod), prix Turgot 2006.
- Membre du Cercle Turgot.

#### PHILIPPE MARINI

- Ancien élève de l'ENA.
- Inspecteur des finances.
- Sénateur.
- Président de la Commission des finances au Sénat.

#### JEAN-BERNARD MATEU

- Associé chez Equinox-Consulting.
- Diplômé de l'École polytechnique et de télécoms ParisTech.
- Administrateur du Cercle Turgot.
- Maître de conférences à l'École polytechnique pendant dix ans.
- Compagnie Bancaire : responsables des systèmes d'aide à la décision.
- Crédit du Nord : directeur du développement commercial puis directeur des études informatiques.
- Secrétaire général puis directeur des opérations de la Banque Directe.
- Groupe Paribas, Compagnie bancaire, Crédit du Nord : secrétaire général.
- Directeur des opérations de la Banque directe.
- Groupe BPCE : membre du directoire de la Caisse d'épargne de Picardie, directeur du logement social et de l'économie sociale à la Caisse nationale des Caisses d'épargne.

Directeur général de Natixis Financement.  
Président du directoire de la Caisse d'épargne Rhône-Alpes.

#### FRANÇOIS MEUNIER

- Paris-X (économie), Paris-VII (maths), Ensae (économie et statistique).
- Enseigne la finance d'entreprise comme professeur associé à l'Ensaie et intervient à l'ESCP et à HEC.
- Senior partner chez FM-Consult SAS, consultant en corporate finance.
- Past directeur général de Coface, l'assureur-crédit, pour la France et l'Europe de l'Ouest. Préalablement, directeur financier groupe de Coface.
- Auteur et chroniqueur économique, participe à plusieurs ouvrages collectifs sur la finance.
- Past président de la DFCG, l'Association française des directeurs financiers et du contrôle de gestion.
- Édite Le Blog du directeur financier, [www.dfcbg-blog.com](http://www.dfcbg-blog.com).

#### JACQUES MISTRAL

- Diplômé de l'École polytechnique, professeur agrégé et docteur en sciences économiques.
- Ancien conseiller économique du Premier ministre Michel Rocard, conseiller spécial du ministre des Finances Laurent Fabius puis conseiller financier à l'ambassade de France à Washington.
- Directeur des études économiques à l'Ifri, membre du Conseil d'analyses économiques, du Cercle des économistes.
- Chroniqueur et auteur. *La Troisième Révolution américaine* (Perrin, 2008) a obtenu le prix de l'Économie en 2008.

#### WILLIAM NAHUM

- Président et fondateur de l'Académie des sciences techniques comptables et financières, médiateur délégué du Crédit chargé des réseaux socioprofessionnels, past-président du Conseil supérieur de l'ordre des experts-comptables, expert-comptable, commissaire aux comptes, vice-président de la FNCD.
- Membre d'honneur du prix Turgot.

#### PHILIPPE NASZÁLYI

- Directeur de la première revue francophone de management, *La Revue des Sciences de gestion, Direction et gestion* des entreprises, fondée en 1965 par l'Institut français de Gestion. Professeur de sciences de gestion (section 06) à l'université d'Évry Val-d'Essonne, depuis

1996. Il y dirige depuis 2002, les formations qu'il a créées en économie sociale et en développement territorial.

#### DENIS NEVEUX

- Directeur associé de KPMG.
- Auteur.
- Professeur à Sciences Po Paris.

#### GEORGES PAUGET

- Docteur d'État en sciences économiques.
- Prix Turgot 2010 pour son ouvrage *La Banque de l'après-crise* (Revue banque).
- Directeur général du groupe Crédit agricole SA (2005-2010), de LCL et de CA-CIB.
- Président de la société de conseil Économie Finance et Stratégie, du pôle de compétitivité Europlace et de l'IEFP.
- Enseigne à l'université Paris-Dauphine, à l'IEP, professeur associé à l'université de Pékin.
- Auteur de l'ouvrage *Banque : le grand saut ?* (Revue banque / Eyrolles, 2012) et chroniqueur.

#### JEAN-FRANÇOIS PHELIZON

- Diplômé d'HEC et docteur ès sciences économiques.
- Fut directeur financier de la Compagnie de Saint-Gobain (1989-2000) puis CEO de Saint-Gobain Corp. et délégué général de Saint-Gobain aux États-Unis et au Canada (2000-2007) avant d'être nommé directeur général adjoint du Groupe Saint-Gobain.
- En parallèle à sa carrière industrielle, a publié de nombreux articles, notamment dans *L'Expansion*, et une vingtaine d'ouvrages sur l'économie et la stratégie en général, dont *L'Action stratégique, une traduction commentée de l'Art de la guerre de Sun Tzu, Trente-Six Stratagèmes, une Introduction à la stratégie* (en coopération avec le général Desportes) et *Psychologie de la bataille* (en coopération avec le champion d'échecs Anatoli Karpov). Beaucoup de ces ouvrages sont traduits en anglais et en chinois.

#### JEAN-JACQUES PLUCHART

- Diplômé de Sciences-Po et de l'Ifhi, docteur d'État en économie et habilité à diriger des recherches en gestion, il est professeur à l'université Paris-I Panthéon-Sorbonne, où il dirige le MBA Sorbonne et le DU Contrôle de gestion.
- A exercé pendant vingt ans des fonctions principalement financières au sein du groupe Total et présidé une de ses filiales.

- Auteur ou coauteur de 33 ouvrages, et d'une centaine d'articles et de communications académiques. Son livre sur l'ingénierie financière de projet a reçu le prix spécial Turgot 2000.
- Administrateur du Cercle Turgot, membre du club de lecture et vice-président de l'AEAEI-HFI.

#### CLAUDE REVEL

- Ancienne élève de l'ENA (1980), diplômée de l'Institut d'études politiques de Paris et de droit des affaires (Paris-II).
- Possède une double expérience publique et privée marquée par l'international. Se partage aujourd'hui entre plusieurs activités : conseil international (information, anticipation, *advocacy*), via son cabinet IrisAction créé fin 2003 ; professeure et directrice du Centre Global Intelligence & Influence de SKEMA Business School ; auteure de nombreux articles et ouvrages, conférencière. A publié en juin 2012 un essai *La France : un pays sous influences ?* (Vuibert), consacré à l'impact des influences internationales sur les États et acteurs économiques. Est également administrateur indépendant d'entreprise. Son essai *Nous et le reste du monde – Les Vrais Atouts de la France dans la mondialisation* (Éditions Saint-Simon, octobre 2007) a obtenu une mention d'honneur du prix Turgot 2008 d'économie. En 2006, a publié *La Gouvernance mondiale a commencé, acteurs, enjeux, influences* (Ellipses).
- Conseillère du commerce extérieur de la France, ancien membre du Haut Conseil pour la coopération internationale auprès du Premier ministre français, est membre de nombreux cercles et instituts publics et privés, français et internationaux.

#### HUBERT RODARIE

- Ingénieur diplômé de l'École centrale de Paris (1979) et de l'IEP de Paris (1981).
- Titulaire d'un DEA de mécanique des sols et de structures, a débuté sa carrière comme ingénieur au Commissariat à l'énergie atomique et à l'Électricité de France, en travaillant dans le cadre du programme électronucléaire français sur des sujets de dynamisme sismique, puis d'ingénierie. Depuis 1985, s'est tourné vers les activités financières, d'abord sur les marchés financiers au sein d'Électricité de France, puis en étant directeur général de l'Union de garantie et de placement. A participé à ce titre à

la mise en place des structures modernes de marchés en France et a animé une association de professionnels (Afimat). À partir de 1991, travaille dans les activités de gestion d'actifs financiers en tant que directeur général d'une société de gestion (BTP Investissements), puis d'un groupe de compagnies d'assurance (SMABTP) dont il est actuellement le directeur général délégué en charge des finances et de l'activité d'assurance de personnes.

#### PIERRE SABATIER

- Ingénieur agronome de formation, a cofondé le cabinet indépendant de recherche économique et financière PrimeView.
- Enseignant en 3<sup>e</sup> cycle (AgroParisTech, IAE de Paris et de Poitiers, Conservatoire national des arts et métiers), conférencier, chroniqueur et coauteur de plusieurs ouvrages en tant que membre du Cercle Turgot (*La Chinamérique, Rigueur ou relance ?*), est également l'auteur de *La Chine, une bombe à retardement*, publié en juin 2012 aux éditions Eyrolles.

#### CHRISTIAN SAINT-ÉTIENNE

- Professeur titulaire de la chaire d'économie industrielle au Conservatoire national des arts et métiers.
- Auteur de *L'Incohérence française*, Grasset, janvier 2012.
- Triple formation française, anglaise et américaine : docteur d'État ès sciences économiques (mention très bien) et titulaire de deux masters en sciences économiques (London School of Economics et Carnegie Mellon University).
- Président de l'institut France Stratégie.
- Enseignant à l'université de Paris-Dauphine. Traite notamment des questions monétaires et financières internationales, des politiques budgétaires et des stratégies compétitives des États et des entreprises (compétitivité socio-économique, investissements stratégiques, stratégie d'aménagement des territoires).
- Membre du Conseil d'analyse économique (CAE).
- A publié 20 livres (15 ouvrages universitaires et techniques, et 5 essais) et a contribué à 15 livres collectifs. Son dernier livre est *La Fin de l'Euro* (Bourin Éditeur, 2009). A obtenu pour ses ouvrages deux prix de l'Académie des sciences morales et politiques, deux fois le prix Turgot du meilleur livre d'économie financière, ainsi que le prix de la meilleure

thèse soutenue en 1981 pour son doctorat d'État.

#### PASCAL SALIN

- Professeur émérite à l'université Paris-Dauphine.
- Président, de 1994 à 1996, de la Société internationale du Mont Pèlerin.
- Auteur de plusieurs ouvrages (parmi lesquels *La Vérité sur la monnaie*, Paris, Odile Jacob, 1990 ; *Libéralisme*, Odile Jacob, 2000 ; *Français, n'ayez pas peur du libéralisme*, Odile Jacob, 2007 ; *Revenir au capitalisme... pour éviter les crises*, Odile Jacob, 2010). A également publié de nombreux articles, principalement en français et en anglais, dans des revues, ouvrages collectifs et journaux en France et à l'étranger.

#### MICHEL SCHELLER

- Membre d'honneur du Cercle Turgot.
- Ingénieur général de l'armement.
- Président de l'Association aéronautique et astronautique de France.

#### JEAN-MICHEL SEVERINO

- Membre de l'Académie des technologies et gérant d'Investisseur et Partenaire.
- Avec Olivier Ray qui est économiste à la Direction de la prospective du ministère des Affaires étrangères est l'auteur de *Le Grand Basculement : la question sociale à l'échelle mondiale*. Odile Jacob, 2011, prix Turgot 2012.

#### CAROL SIROU

- Diplômée de l'Institut d'études politiques de Paris (1989) et titulaire d'un DESS de finances d'entreprise de Paris-IX Dauphine (1990).
- Présidente de Standard & Poor's Credit Market Services France, est en charge des opérations de l'activité de notation pour la zone francophone, soit la France, la Belgique, la Suisse, le Luxembourg et l'Afrique francophone.
- Représente, depuis fin janvier 2009, Standard & Poor's auprès des autorités politiques et de tutelle, ainsi qu'auprès de la communauté financière de la zone francophone et est chargée de développer l'activité de notation de Standard & Poor's dans la région.

- Présidente de McGraw-Hill Companies France depuis août 2010.
- A rejoint Standard & Poor's en 1990 en tant qu'analyste crédit, chargée de la notation d'un portefeuille varié d'émetteurs français du secteur bancaire puis du secteur public. En 2000, est devenue responsable de la notation de l'ensemble des collectivités européennes. En 2005, a pris la direction du groupe des notations souveraines et du secteur public pour l'Europe, l'Afrique et le Moyen-Orient.

#### CHRISTIAN WALTER

- Actuaire agrégé, professeur associé à l'IAE de Paris et directeur de la chaire éthique et finance de l'Institut catholique de Paris. Il anime le programme de recherche « Histoire et épistémologie de la finance » à la Fondation maison des sciences de l'homme (FMSH). Ses principaux domaines de recherche concernent l'application des processus de Levy à la mesure des risques en finance, et l'épistémologie de la modélisation financière.
- Conseiller scientifique du Cercle Turgot.

#### DANIEL ZAJDENWEBER

- Membre du comité éditorial de la revue *Risques*.
- Diplômé de l'École des hautes études commerciales (HEC, 1965), docteur en sciences économiques et gestion (1972).
- Professeur émérite à l'université Paris-Ouest Nanterre-La Défense, où il a dirigé le master Banque, Finance, Assurance. Ingénierie financière et commerciale.
- Auteur de *Hasard et Prévision* (Economica, 1976, avec une préface de Benoît Mandelbrot), *Économie des extrêmes* (Flammarion, 2000, réédité en 2009, dans une version revue et augmentée dans la collection Champs essais), livre qui a reçu le prix Risques-*Les Échos* (2001) et le prix Turgot du meilleur livre d'économie financière (2000-2001). Est aussi l'auteur de *Économie et Gestion de l'assurance* (Economica, 2006) et de nombreux articles publiés dans des revues scientifiques sur l'évaluation et l'assurance des risques naturels ou technologiques et sur les risques financiers.



# Avant-propos

Cet ouvrage collectif est le cinquième publié par le Cercle Turgot. Il marque le 25<sup>e</sup> anniversaire du prix Turgot du meilleur livre francophone d'économie financière. Il offre à ses lecteurs un ensemble de regards croisés sur les grandes problématiques financières du dernier quart de siècle. La richesse de ces regards puise sa source dans la diversité des expériences de ses quarante-cinq coauteurs, issus de la banque, de l'industrie, de la haute administration ou de l'université. Ces experts reconnus sont des membres du jury et des lauréats du prix Turgot. Cette rétrospective révèle que les livres primés depuis 1987 sont autant de témoignages des événements marquants de la « planète finance », mais qu'ils émettent aussi parfois des signaux annonciateurs de mutations ou de crises futures.

Les auteurs de l'ouvrage livrent leurs visions des événements – et notamment des crises – qui ont marqué le monde de la finance, mais ils avancent également des propositions originales et concrètes, afin d'en limiter les effets les plus négatifs pour l'économie et la société. Avant de présenter l'architecture de l'ouvrage, il nous a paru utile d'en retracer brièvement la généalogie.

## GÉNÉALOGIE DE L'OUVRAGE

Le prix Turgot a été créé par l'Association des élèves et anciens élèves de l'Institut de haute finance, présidée par Stéphane Solotareff, puis par Jean-Louis Chambon. Le prix de l'AEAEIHFI créé en 1987 a été rebaptisé « prix Turgot » en 1992. Le premier prix de l'AEAEIHFI a été décerné en 1987 au livre de Charles Goldfinger (*La Géofinance*), mais le premier prix officiel Turgot a honoré l'ouvrage de Philippe Jurgensen (*Écu, naissance d'une monnaie*).

## L'Association des élèves et anciens élèves de l'Institut de haute finance (AEAEIHFI) et l'Institut de haute finance (IHFI)

L'AEAEIHFI (association loi de 1901), présidée par Jean-Louis Chambon, réunit depuis 1987 les élèves et les anciens élèves (43 promotions) de

l'IHFI. Sa principale mission est de contribuer au rayonnement de l'IHFI et du prix Turgot (dont elle détient les droits de propriété intellectuelle). Ses adhérents occupent principalement des postes de cadres dirigeants ou supérieurs, principalement dans des fonctions financières.

L'IHFI, dirigé par le professeur Philippe Dessertine, a été fondé en 1972 par le président Georges Pompidou. Ouvert aux professionnels de la finance, l'institut délivre des diplômes de master (bac + 5) de gestion financière (habilités par l'université de Nanterre), permettant d'accéder à un doctorat de finance. L'IHFI, qui relève du groupe de l'Institut français de gestion (IFG), fonctionne en partenariat avec des universités étrangères, parmi lesquelles New York University.

## Le prix Turgot

Le prix fait référence à Turgot, « grand argentier » de Louis XVI, car il s'est efforcé sous l'Ancien Régime d'engager des réformes financières et fiscales qui préfigurent celles de l'économie moderne. Le prix Turgot est placé sous le haut patronage du ministère de l'Économie et des Finances. Il est décerné chaque année aux meilleurs livres francophones de finance et d'économie. La cérémonie de remise des prix, qui réunit plus de cinq cents personnalités, a eu lieu dans les salons du Sénat jusqu'en 2008, puis dans la salle de conférences du ministère de l'Économie et des Finances (Bercy).

Les œuvres primées ou nominées doivent contribuer, pour certaines, à élargir le lectorat d'auteurs déjà reconnus et, pour d'autres, à révéler des auteurs encore méconnus offrant de nouveaux regards sur la finance, tout en restant accessibles à un public éclairé.

Le grand prix, le prix spécial de la francophonie, le prix des ouvrages collectifs et le prix des nouveaux talents, ainsi que les livres nominés, sont sélectionnés par un grand jury présidé par Michel Bon, et composé de vingt hautes personnalités des milieux parlementaire, administratif, bancaire, industriel et universitaire. En 2012, le jury était composé de Nicolas Barré, Christian de Boissieu, Michel Bon, Arnaud de Bresson, Jean-Louis Chambon, Jean-Paul Chifflet, Patrick Combes, Jacques-Henri David, Jean-Luc Decornoy, Philippe Dessertine, Christian Duvallet, Alexa Guenoun, Jean-Hervé Lorenzi, Thierry Luthi, Yves Renaud, Philippe Marini, François Meunier, Valérie Ohannessian, Hervé de Villeroché et Daniel Vitry.

La sélection du grand jury est préparée par un club de lecture et de pré-sélection (animé par François-Xavier Simon), dont la quinzaine de membres actifs et bénévoles – diplômés de l' IHFI – exercent ou ont exercé des responsabilités financières en entreprise. Le club se réunit une fois par mois au musée de la Chasse, à Paris, afin d'échanger ses observations, impressions et émotions, à la lecture des 250 à 350 ouvrages significatifs publiés chaque année en langue française dans les domaines de l'économie financière. Le club cherche à respecter les valeurs de liberté de pensée, de curiosité d'esprit, d'égalité d'expression et de convivialité, qui avaient fait le succès des salons littéraires du XVIII<sup>e</sup> siècle, fréquentés notamment par le baron Turgot. Le club s'efforce d'appliquer des règles simples de fonctionnement, bien que l'alchimie du prix Turgot soit complexe. Deux ou trois membres du club confrontent leurs avis sur chaque ouvrage, et rédigent une fiche de lecture publiée dans une dizaine de revues et de sites économiques. Les livres les plus remarquables font l'objet d'une « fiche Turgot » destinée à orienter les choix du grand jury. Certaines de ces fiches ont été insérées dans le présent ouvrage. Les rédacteurs des fiches s'efforcent de mettre en lumière l'originalité des œuvres et de susciter ainsi l'intérêt de leurs futurs lecteurs. En 2012, le club de lecture était composé de Hubert Alcaraz, Renzo Borsato, Dominique Boudet, Alain Brunet, Jean-Dominique Callies, Christian Chouffier, Michel Gabet, Freddy Godet des Marais, Laure Klein, Alain Marion, Marielle Martiny, Denis Molho, Jocelyne Pagliano, Frederic Pinon, Jean-Jacques Pluchart et François-Xavier Simon.

## Le Cercle Turgot

Le Cercle Turgot, fondé en 2005 et présidé par Jean-Louis Chambon, est une instance d'étude à vocation économique et financière, qui réunit des experts issus de la fonction publique (hauts fonctionnaires, universitaires) et du monde de l'entreprise (industriels et banquiers). Son objet est de développer et d'échanger des connaissances et de formuler des propositions relatives à l'organisation et au fonctionnement de l'économie financière contemporaine. Le Cercle a notamment pour membres les lauréats et de nombreux nominés du prix Turgot. Il invite régulièrement des personnalités du monde politique et des milieux financiers. Il a publié aux Éditions Eyrolles plusieurs ouvrages collectifs qui proposent des regards croisés sur les grandes problématiques économiques d'aujourd'hui : *Repenser la planète finance* ; *Chinamérique* ; *Rigueur ou relance ?* ; *Inflation et déflation*.

## Architecture du livre

L'ouvrage a été organisé en trois parties. Chacune d'elles vise à éclairer le sens des mutations des paradigmes de la finance moderne (1<sup>re</sup> partie), des modes de régulation financière (2<sup>e</sup> partie) et des modèles de gouvernance de la banque et de l'entreprise (3<sup>e</sup> partie).

La 1<sup>re</sup> partie fait référence à la notion de paradigme – avancée par T.S. Kuhn en 1962 – qui recouvre les connaissances fondamentales partagées, à une époque donnée, par une communauté scientifique. Cette notion s'applique bien à la finance dite moderne, confrontée notamment à la reconception de l'économie, à l'émergence des modèles financiers non browniens (ou gaussiens), au développement de la finance comportementale, à la réhabilitation de la confiance en affaire...

La 2<sup>e</sup> partie est consacrée aux modes de régulation des marchés. Elle retrace la généalogie des dernières crises financières et s'interroge notamment sur la capacité des institutions européennes à surmonter la crise de l'euro. Elle propose de nouveaux systèmes d'encadrement des marchés devant permettre de pallier les déficiences des modes actuels de régulation.

La 3<sup>e</sup> partie traite de la gouvernance des banques et des entreprises, de plus en plus contestée depuis la chute de la banque Lehman Brothers, l'affaire Madoff et certaines dérives du *trading*. L'évolution du rôle des banques centrales et, notamment, de la Banque centrale européenne fait également débat depuis l'éclatement de la crise de l'euro en 2011. Enfin, un nouveau modèle de gouvernance socialement responsable, mieux orienté vers tous les partenaires de l'entreprise, est proposé face au modèle « standard » de gouvernance financière, au seul service de l'actionnaire.

Ces changements de paradigmes, de modèles et de systèmes financiers – leur mise en perspective, l'exploration de leurs alternatives, la mesure de leurs portées économiques et sociales – soulèvent autant de questionnements partagés par les experts du Cercle Turgot et, sans nul doute, par les lecteurs de cet ouvrage.

Jean-Jacques Pluchart  
Professeur à l'université  
Paris-I Panthéon-Sorbonne  
Prix spécial Turgot 2000

Jean-Louis Chambon  
Président du Cercle Turgot  
et du prix Turgot

### **Suppléments en ligne**

Peuvent librement être consultés sur le site [www.editions-eyrolles.com](http://www.editions-eyrolles.com), sur la page de présentation de l'ouvrage :

- ▶ les versions intégrales des contributions de Philippe Herlin, Philippe Naszályi et Michel Scheller ;
- ▶ les notes de lecture du club de lecture et de présélection du Prix Turgot ;
- ▶ les bibliographies des textes proposés dans cet ouvrage.



En hommage des auteurs à Anne-Robert-Jacques TURGOT,  
baron de l'Aulne, économiste, administrateur  
et homme d'État, pour qui libéralisme et laisser-faire  
n'étaient en rien synonyme de « laisser tout faire ».



# Prélude L'évolution de la Banque centrale européenne

PHILIPPE MARINI

La Banque centrale européenne (BCE) suscite actuellement des débats passionnés, ce qui n'est jamais bon signe pour une banque centrale.

Elle a tout d'abord réagi à la crise en réduisant fortement ses trois taux directeurs – prêt marginal, facilité de dépôt et opérations principales de refinancement –, essentiellement d'octobre 2008 à mai 2009. Ils sont désormais respectivement de 1,75 %, 0,25 % et 1 %.

Cependant, il est vite apparu que la baisse des taux ne pouvait suffire.

Jusqu'alors, le rôle de la BCE correspondait plus ou moins à ce qu'il est convenu d'appeler le consensus de Jackson Hole<sup>1</sup>, selon lequel les banques centrales devaient se limiter à lutter contre l'inflation. Par ailleurs, l'article 123 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) interdit le financement des États par la BCE.

La BCE a cependant été contrainte à devenir l'un des acteurs essentiels de la stabilité financière de la zone euro, notamment en prenant certaines libertés par rapport à une lecture stricte de l'article 123 du TFUE. Ses doutes, partagés notamment par l'Allemagne, sur la volonté de certains États de réduire leur déficit public, la conduisent toutefois à demeurer en quelque sorte « au milieu du gué », ce qui lui vaut d'être critiquée à la fois par les tenants d'une stricte orthodoxie et par les partisans d'un rôle plus actif.

---

1. Du nom d'une ville du Wyoming où la Réserve fédérale de Kansas City (compétente pour plusieurs États dont le Wyoming) organise une conférence annuelle consacrée à la politique monétaire.

Sans rétablissement de la confiance entre la BCE et les États, permettant à celle-ci de jouer plus pleinement son nouveau rôle, la sortie de la crise des dettes souveraines risque d'être chaotique, et nous réserve encore bien des surprises...

## LA FIN DU CONSENSUS DE JACKSON HOLE

### Le recours à des instruments de politique monétaire non conventionnels

*Seule la BCE a la « force de frappe » nécessaire pour éviter l'effondrement de la zone euro*

Seule la BCE, par sa capacité de création monétaire, a les ressources suffisantes pour mettre fin aux anticipations autoréalisatrices suscitant des augmentations auto-entretenu des taux d'intérêt.

Certes, le FMI et les dispositifs européens devraient bientôt approcher « optiquement » les capacités de financement nécessaires.

Les capacités de prêt disponibles pour le FMI et les dispositifs européens (Fonds européen de stabilité financière, FESF, et Mécanisme européen de stabilité, MES) pourraient passer prochainement d'environ 600 milliards d'euros<sup>1</sup> à plus de 1 000 milliards d'euros<sup>2</sup>.

Toutefois, il faut garder à l'esprit que le FESF et le MES, qui se financent par émissions obligataires avec la garantie des États ou par dotations en capital des États, eux-mêmes financés de la même façon, risquent de ne pouvoir accéder à de telles ressources à des conditions acceptables en cas de crise grave.

Certains commentateurs – comme Willem Buiter, chef économiste de Citigroup<sup>3</sup> – considèrent ainsi que le FMI et les différents fonds mis en place

- 
1. Environ 300 milliards d'euros disponibles pour le FESF/MES (en raison d'engagements d'environ 200 milliards d'euros) + environ 300 milliards d'euros pour le FMI = environ 600 milliards d'euros.
  2. Environ 500 milliards d'euros pour le FESF/MES+ environ 600 milliards d'euros pour le FMI si ses ressources sont accrues de 300 milliards d'euros (objectif de 466 milliards d'euros, dont 200 milliards d'euros déjà promis par l'UE)= 1 100 milliards d'euros.
  3. Voir John McDermott dans « *Step inside the mind of Willem Buiter – but tread carefully* », <http://ftalphaville.ft.com> (blog du *Financial Times*), 6 décembre 2011.

dans le cadre de la zone euro ont pour intérêt essentiel de légitimer un éventuel renforcement du rôle de la BCE.

### *La BCE a considérablement accru son bilan*

Afin d'éviter l'effondrement de la zone euro, la BCE a décidé de recourir à divers instruments de politique monétaire dits « non conventionnels », qui ont eu comme effet d'augmenter son bilan de 1 020 milliards d'euros de fin janvier 2011 au 18 mai 2012 (son bilan passant de 1 960 milliards d'euros à 2 980 milliards d'euros).

- ▶ L'aide aux banques : l'augmentation de l'encours des prêts dans le cadre des opérations d'*open market*.

La BCE a considérablement accru l'encours de ses prêts aux banques dans le cadre des opérations d'*open market* (principale source de financement des banques par la BCE), qui a augmenté de 624 milliards d'euros depuis la fin du mois de janvier 2011<sup>1</sup>.

Dans un premier temps, les conditions de ces opérations ont été assouplies.

Surtout, la BCE a réalisé en décembre 2011 et en février 2012 deux opérations de LTRO<sup>2</sup> à trois ans pour des montants de respectivement 489 milliards d'euros et 530 milliards d'euros<sup>3</sup>.

Ces deux opérations ont fortement contribué à rassurer les marchés sur la solidité des banques et leur capacité à se financer à l'horizon de quelques années. Ainsi, le cercle vicieux entre risque de crise de liquidité des banques et risque de défaut des États, qui avait été l'un des éléments de l'extension de la crise à l'Espagne et à l'Italie au second semestre 2011, s'est interrompu. Par ailleurs, les banques espagnoles et italiennes ont en grande partie utilisé

1. Situation au 18 mai 2012.

2. Les opérations de refinancement à plus long terme (*Long Term Refinancing Operation*, LTRO) font partie des opérations d'*open market* de la BCE. Elles se distinguent des opérations principales de refinancement (*Main Refinancing Operation*, MRO) par un horizon plus lointain (habituellement trois mois, voire un an, contre une semaine pour les MRO). Les deux LTRO de décembre 2011 et février 2012 se sont caractérisées par une maturité particulièrement longue, de trois ans.

3. Le fait que l'encours des prêts aux banques ait augmenté de seulement 624 milliards d'euros s'explique par la diminution de l'encours des MRO, à plus court terme que les LTRO.

ces liquidités pour acheter des titres de dette publique de leur pays (ce que les opérateurs de marchés ont appelé le « Sarko Trade »<sup>1</sup>), renationalisant ainsi en quelque sorte leurs dettes respectives.

La nature ambiguë des LTRO est mise en évidence par la tentative de l'Espagne de faire financer en mai 2012 la recapitalisation de Bankia par la BCE.

Selon le *Financial Times* qui est à l'origine de l'information, il s'agissait de recapitaliser Bankia en « injectant 19 milliards d'euros d'obligations souveraines dans sa société parente, qui auraient alors pu être échangées contre des liquidités dans le cadre du dispositif de refinancement à trois mois de la BCE, évitant la nécessité d'émettre ces sommes sur les marchés obligataires »<sup>2</sup>.

La BCE a indiqué le 30 mai 2012 ne pas avoir été consultée. La première version de son communiqué estimait toutefois qu'une telle opération n'aurait pas été possible, sans préciser la nature de cette impossibilité<sup>3</sup>.

Cela montre bien l'ambiguïté des LTRO, dont la nature est somme toute assez proche du dispositif envisagé par l'Espagne.

L'aide aux États : le programme pour les marchés de titres (*Securities Market Programme, SMP*).

La BCE mène depuis le 10 mai 2010 une politique d'achat de titres publics sur le marché obligataire secondaire : c'est le programme pour les marchés de titres (*Securities Market Programme, SMP*).

On rappelle que l'article 125 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) interdit à l'UE de reprendre à sa charge la dette des États membres, et son article 123 à la BCE de financer les États

- 
1. Nicolas Sarkozy a déclaré lors de l'annonce de la première LTRO à trois ans : « Chaque État pourra se tourner [pour se financer], vers ses banques qui disposeront des liquidités. » Les opérateurs de marchés ont appelé « Sarko Trade » le fait, pour les banques, d'emprunter à 1 % pour acheter des titres souverains davantage rémunérés.
  2. *Financial Times*, 29 mai 2012. Traduction de l'auteur.
  3. Comme l'a souligné le blog <http://ftalphaville.ft.com>, la première version de son communiqué mis en ligne précisait que « les fonds nécessaires pour assurer la conformité des banques avec les exigences de capital ne peuvent pas être fournies par l'Eurosystème » (traduction de l'auteur), ce qui a ensuite été retiré.

membres. Cela explique que la BCE ne puisse pas intervenir sur le marché primaire.

Le 18 mai 2012, l'encours de ces titres était de 212 milliards d'euros.

Contrairement à ce qui est le cas aux États-Unis, il ne s'agit pas d'assouplissement quantitatif. En effet, ces achats de titres sont « stérilisés », c'est-à-dire qu'ils ne créent pas de base monétaire, et ne contribuent donc pas à l'inflation.

- Un bilan supérieur en points de PIB à celui de la Réserve fédérale des États-Unis, mais concentré sur les banques.

La BCE est souvent accusée de « frilosité » par rapport à d'autres banques centrales, comme la Réserve fédérale des États-Unis.

En effet, elle n'a acquis que 212 milliards d'euros<sup>1</sup> de titres dans le cadre du SMP (soit environ 2 points du PIB de la zone euro). La Réserve fédérale des États-Unis détient quant à elle 1 657 milliards de dollars<sup>2</sup> de titres du Trésor, soit (pour un PIB de l'ordre de 15 000 milliards de dollars) environ 10 points du PIB des États-Unis.

Cependant, le bilan actuel de la BCE correspond à environ 30 % du PIB de la zone euro. À titre de comparaison, la Réserve fédérale (tout comme la Banque d'Angleterre) a un bilan de l'ordre de seulement 20 points de PIB.

Ce paradoxe vient de ce que la BCE utilise essentiellement l'augmentation de son bilan pour aider les banques. En effet, il lui faut prendre en compte le fait que si aux États-Unis les marchés assurent les trois quarts du financement de l'économie, tel n'est pas le cas dans la zone euro, où les trois quarts de ce financement sont assurés par les banques.

## Le secrétariat du Comité européen des risques systémiques

La rupture avec le consensus de Jackson Hole se manifeste également par le fait que la BCE assure le secrétariat du Comité européen des risques systémiques (*European Systemic Risk Board*, ESRB).

---

1. Montant au 18 mai 2012.  
2. Montant au 23 mai 2012.

L'ESRB, instauré par un règlement de novembre 2010, fait partie du Système européen de supervision financière (*European System of Financial Supervision, ESFS*), qui comprend également trois organismes chargés de la supervision microprudentielle<sup>1</sup>.

Le président et le vice-président de la BCE sont membres du conseil général de l'ESRB, et la BCE en assure le secrétariat.

Par ailleurs, les représentants des banques centrales détiennent la majorité au conseil général de l'ESRB.

## UNE CRISE DE CONFIANCE SUSCITANT UNE COORDINATION INSUFFISANTE ENTRE POLITIQUE MONÉTAIRE ET POLITIQUES BUDGÉTAIRES

### La volonté de certains États de réduire leur déficit public suscite des interrogations

La BCE refuse de jouer un rôle de prêteur en dernier ressort inconditionnel des États.

Indépendamment du jugement que l'on peut porter sur une éventuelle frilosité de sa part, force est de constater que certains États n'ont pas démontré leur volonté de réduire leur déficit s'ils n'y sont pas contraints par les marchés.

En août 2011, le gouvernement de Silvio Berlusconi est revenu sur son engagement à mettre en œuvre certaines mesures en échange de l'extension du SMP.

Plus récemment, l'Espagne a annoncé que son déficit public a été stable en 2011, à environ 9 points de PIB, alors que jusqu'à la fin de 2011 son gouvernement affirmait que l'objectif de 6 points de PIB serait atteint. Si le respect de l'objectif fixé pour 2011 aurait vraisemblablement entraîné une récession, le dérapage du déficit provient en quasi-totalité non de la moindre croissance, mais du fait que l'Espagne n'a pas fait les efforts demandés, en laissant notamment les finances de ses communautés autonomes déra- per.

1. L'Autorité bancaire européenne (*European Banking Authority, EBA*), l'Autorité européenne des assurances et des pensions (*European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA*) et l'Autorité européenne des marchés financiers (*European Securities and Markets Authority, Esma*).

Enfin, les récentes élections législatives en Grèce ont conduit le 6 mai 2012 à une situation de blocage, aucun parti ne pouvant constituer de majorité. Si le parti de droite Nouvelle Démocratie est favorable au respect par la Grèce de ses engagements, tel n'est pas le cas de la coalition de la gauche radicale Syriza. De nouvelles élections devaient se tenir le 17 juin 2012.

## La BCE limite son soutien aux États

*Le refus de la BCE de jouer un rôle de « prêteur en dernier ressort » inconditionnel vis-à-vis des États*

- Le contrat implicite actuel : les États réduisent leur déficit, en échange de quoi la BCE accepte de les aider.

La BCE ne peut pas laisser la zone euro s'effondrer. Elle a donc été amenée à jouer un rôle de plus en plus politique, en conditionnant son soutien à des réformes de la part des États, dans le domaine budgétaire, mais aussi économique.

Tout d'abord, en « échange » des achats de titres de la BCE sur le marché secondaire, Jean-Claude Trichet, alors président de son conseil des gouverneurs, et Mario Draghi, son futur successeur, ont adressé confidentiellement le 5 août 2011 un courrier au gouvernement italien<sup>1</sup>, dont le contenu a été révélé par la presse, et exigeant des réformes économiques et budgétaires relativement précises.

Ensuite, la BCE est à l'origine du Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance de l'Union économique et monétaire (dit TSCG)<sup>2</sup>.

1. Un courrier analogue a également été adressé au gouvernement espagnol.
2. Le 1<sup>er</sup> décembre 2011, Mario Draghi a déclaré devant le Parlement européen : « Ce dont d'après moi notre union économique et monétaire a besoin, c'est d'un nouveau pacte budgétaire (*fiscal compact*). [...] D'autres éléments pourraient suivre, mais l'ordre importe. » Lors du sommet franco-allemand du 5 décembre 2011, Nicolas Sarkozy et Angela Merkel ont annoncé leur intention d'adopter d'ici à mars 2012 un nouveau traité impliquant, selon les termes de l'ancien président de la République, « une règle d'or renforcée et harmonisée au niveau européen pour que tous les budgets des Dix-Sept comportent une disposition constitutionnelle qui permette aux cours constitutionnelles nationales de vérifier que le budget national va vers le retour à l'équilibre ». Ce n'est qu'ensuite que la BCE a réalisé, le 22 décembre 2011, sa première opération de LTRO à trois ans, pour un montant de 489 milliards d'euros. Le TSCG a été signé le 2 mars 2012 par les 27 États, sauf le Royaume-Uni et la République tchèque. Il doit encore être ratifié, notamment par la France.

Enfin, le 25 avril 2012, Mario Draghi a déclaré, devant le Parlement européen, qu'il était en faveur d'un « pacte de croissance » (*growth compact*). Le 24 mai 2012, il a précisé lors d'une conférence qu'un tel pacte devrait selon lui reposer sur trois piliers : une vision claire de l'avenir de la zone euro à l'horizon d'une dizaine d'années, des réformes des marchés des biens et services et du marché du travail, et des investissements publics, en particulier grâce à la Banque européenne d'investissement.

► Cette attitude de la BCE entretient-elle la crise ?

Certains observateurs considèrent que la BCE devrait en faire davantage.

Cette attitude nuancée de la BCE, consistant à s'efforcer d'éviter un effondrement du système tout en subordonnant son action à la réalisation par les États de réformes selon elle nécessaires à sa viabilité à long terme, est critiquée par certains observateurs.

En effet, si l'on excepte la Grèce, dont la situation des finances publiques était intrinsèquement insoutenable, la crise de la zone euro correspond à ce que les économistes appellent une « crise autoréalisatrice » : les craintes des investisseurs sur un possible défaut de certains États suscitent une augmentation de leurs taux d'intérêt, ce qui renforce les craintes des investisseurs, et permet à la hausse des taux de s'auto-entretenir.

Si ce phénomène se produit dans la zone euro et pas dans d'autres régions du monde, alors que, par exemple, la situation des finances publiques américaines, japonaises et britanniques est au moins aussi mauvaise, c'est notamment parce que, contrairement à ce qui est le cas dans ces pays, la BCE considère, du fait notamment de l'article 123 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, qu'elle ne peut jouer pleinement un rôle de « prêteur en dernier ressort ».

Toutefois, les marchés considèrent qu'en cas de risque de catastrophe la BCE jouerait son rôle de prêteur en dernier ressort.

Ce point de vue doit toutefois être nuancé par le fait que les marchés financiers semblent considérer que si la zone euro se trouvait au bord du gouffre, la BCE ferait le nécessaire.

Ainsi, lors de son audition par la commission des finances et la délégation à la prospective du Sénat le 8 février 2012, Gilles Moëc, chef économiste à la Deutsche Bank, a déclaré : « Que peut faire la BCE si tout échoue,

c'est-à-dire si après les premiers effets positifs de la LTRO à trois ans on retombe dans certaines ornières politiques en Italie ou en Espagne ? Alors le SMP doit être l'arme de dernier ressort. Sans aucun doute la BCE n'a aucun intérêt à préannoncer une intervention massive pour acheter des obligations d'État, mais les marchés fonctionnent sur la conviction implicite que la BCE ferait le métier et relancerait le SMP, en cas de crise majeure. »<sup>1</sup>

### *Le refus de la BCE de favoriser une dépréciation de l'euro*

Le manque de confiance de la BCE vis-à-vis de certains États contribue également à expliquer qu'elle ne mène pas de politique monétaire ou de change plus favorable.

Selon les estimations usuelles, une dépréciation de l'euro de 10 % augmente la croissance de 0,5 point. Comme par ailleurs une réduction du déficit structurel de 1 point réduit la croissance d'environ 0,5 point, le taux de change peut jouer un rôle significatif dans le succès de la politique actuelle de réduction des déficits.

Ainsi, Patrick Artus souligne à ce sujet, dans une récente tribune, qu'une telle politique monétaire et de change a été une condition du succès des ajustements budgétaires passés, et estime que la BCE devrait mener une politique de dépréciation de l'euro<sup>2</sup>.

### Le rôle croissant des banques centrales nationales : un symptôme ?

Les banques centrales nationales de l'eurosystème jouent un rôle croissant, se situant parfois à la frontière de la monétisation de la dette, ce qui peut être interprété comme un symptôme du besoin d'un rôle plus important de la BCE, ou un contournement plus ou moins explicite de sa doctrine.

Tout d'abord, le FMI est financé non par des contributions budgétaires ou des garanties des États, mais par l'engagement de ceux-ci que leurs banques centrales lui fournissent certaines sommes, par création monétaire s'il le demande. Les 150 milliards d'euros d'augmentation des contributions bilatérales auxquels les États membres de la zone euro se sont engagés dans un communiqué du 19 décembre 2011 seraient financés de cette manière.

- 
1. Compte-rendu de la commission des finances du Sénat, 8 février 2012.
  2. *Les Échos*, 31 mai 2012.

Si la BCE est impliquée, son accord n'est pas formellement nécessaire. La question est ouverte de savoir si un tel volume pourrait être amplifié et dans quelles proportions.

Les banques centrales nationales jouent également un rôle important dans le cadre du soutien exceptionnel à la liquidité bancaire (*Emergency Liquidity Assistance, ELA*). L'accord du conseil des gouverneurs de la BCE est toutefois requis au-delà d'un certain montant. Les sommes en jeu sont évaluées à environ 150 milliards d'euros, dont 100 milliards pour la Grèce.

## COMMENT METTRE FIN AUX ANTICIPATIONS AUTORÉALISATRICES DÉFAVORABLES ?

### Permettre à la BCE de jouer efficacement son rôle de prêteur en dernier ressort

*La solution proposée (notamment) par la commission des finances du Sénat : « brancher » le FESF ou le MES sur la BCE*

On peut se demander dans quelle mesure la BCE, qui n'a pas de légitimité démocratique, pourra continuer à jouer un rôle aussi manifestement politique.

Ainsi, dans un rapport fait pour la commission des finances du Sénat au début du mois de septembre 2011<sup>1</sup>, je suggérais de mettre en place un fonds de grande taille « branché » sur la BCE, ayant le statut de banque, et que je proposais d'appeler Fonds monétaire européen. Ce fonds se serait refinancé en déposant comme collatérales les émissions de l'État bénéficiaire.

Je n'étais pas à l'origine de cette idée qui a semble-t-il été exprimée pour la première fois par Willem Buiters, économiste en chef de la banque Citigroup, dans un article de janvier 2011<sup>2</sup>. Cette idée avait été développée en août 2011 par Daniel Gros et Thomas Mayer dans un article<sup>3</sup> du *Center for European Policy Studies*.

- 
1. Rapport n° 787 (2010-2011), 8 septembre 2011. <http://www.senat.fr/rap/l10-787/l10-787.html>.
  2. Willem Buiters, Ebrahim Rahbari, Jürgen Michels, Giada Giani, *The Debt of Nations*, Citigroup, 7 janvier 2011.
  3. Daniel Gros et Thomas Mayer, *August 2011 : What to do when the euro crisis reaches the core*, CEPS Commentary, 18 août 2011.

La proposition de transformer le FESF en banque a ensuite été reprise par le précédent gouvernement qui l'a défendue lors des récentes négociations avec nos partenaires. Elle a également été soutenue par François Hollande, notamment en décembre 2011<sup>1</sup>.

### *Un préalable : le rétablissement de la confiance entre la BCE et les États*

Une telle solution ne pourrait toutefois être mise en œuvre sans que soit préalablement rétablie la confiance entre la BCE et les États, ce qui suppose que ceux-ci mènent une politique budgétaire crédible.

Ainsi, la proposition ci-devant s'est heurtée jusqu'ici à l'opposition de l'Allemagne et de la BCE.

Par ailleurs, bien que le traité instituant le MES n'interdise pas l'octroi d'une licence bancaire par la BCE, il n'y a pas de consensus sur la possibilité de transformer le FESF en banque sans modifier le TFUE.

## Mettre en place au niveau européen des dispositifs de résolution des crises bancaires et de garantie des dépôts

Si les deux LTRO à trois ans ont permis d'interrompre le cercle vicieux alors en train de s'instaurer entre problèmes de liquidité du système bancaire et difficultés de financement des États, des opérations de ce type, ainsi que les aides d'urgence à la liquidité des banques centrales nationales, pourraient ne pas suffire à assurer durablement la stabilité du système bancaire.

En particulier, il semble nécessaire d'instaurer au niveau de la zone euro un dispositif de résolution des crises bancaires et un dispositif de garantie des dépôts.

La place de la BCE dans cette nouvelle architecture reste à déterminer.

En conclusion, quelle que soit la solution institutionnelle retenue, la BCE jouera donc un rôle essentiel dans la stabilisation de la zone euro.

1 « La confiance peut revenir rapidement et la spéculation être vaincue si (...) le Fonds européen de stabilité financière se transforme en banque pour venir en soutien des pays les plus vulnérables (...) » (Entretien de François Hollande au *Journal du Dimanche*, 3 décembre 2011).

Il faut toutefois être conscient du fait que si elle peut donner aux États un peu plus de temps pour assainir leurs finances publiques, elle ne peut les dispenser de le faire. Une plus grande implication de la BCE ne doit pas être considérée comme une alternative à la réduction du déficit public. Croire le contraire pourrait conduire à un conflit ouvert entre la BCE et certains États, et avoir des conséquences dévastatrices.

De ce point de vue, l'absence de réduction du déficit public de l'Espagne en 2011 et les résultats du scrutin du 6 mai 2012 en Grèce sont préoccupants. En même temps, on conçoit bien qu'imposer à des États qui ont un taux de chômage de 20 % une croissance durablement négative n'est pas politiquement réaliste. La définition par les États d'une stratégie crédible est donc plus que jamais essentielle. Il est à souhaiter que la France s'associe sans réticences à cet effort, malgré les ambiguïtés actuelles...

Partie 1

VERS DE NOUVEAUX  
PARADIGMES  
DE LA FINANCE

---



La première partie de l'ouvrage est consacrée à l'émergence, à l'expansion et au déclin du paradigme conventionnel – dit « standard » – de la finance moderne, fondée sur les principes du néolibéralisme économique. Cette partie est organisée en trois séquences, portant respectivement sur le macrosystème financier, sur ses principaux modèles et sur ses pratiques.

Dans la première séquence, Jean-Louis Chambon et Jean-Jacques Pluchart observent que les réformes financières des années 1980 – et notamment celles de l'année 1986, date de naissance du prix Turgot – préfigurent certaines des mutations qui ont transformé la finance des années 1990 et 2000. Puis, Pascal Blanqué trace les limites du système actuel de financement à long terme et pose les fondations d'un nouveau « macrosystème de croissance ». Enfin, Jean-Michel Severino s'interroge sur les conditions du « grand basculement » du système économique mondial.

Dans une deuxième séquence, consacrée aux modèles de la finance, Philippe Herlin souligne l'intérêt de substituer des fonctions de puissance aux lois gaussiennes, dans les modèles d'évaluation des actifs financiers. Mickaël Mangot retrace l'évolution de la finance comportementale depuis vingt-cinq ans et s'interroge sur son avenir. Vivien Levy-Garboua et Gérard Maarek adoptent une approche originale, de nature psychanalytique, des crises du XXI<sup>e</sup> siècle.

Dans une troisième séquence relative aux mutations des principaux métiers de la finance (hors métiers de la banque, traités dans la troisième partie), Jean-François Phelizon retrace l'évolution des pratiques des dirigeants des sociétés du CAC 40. Béatrice Guynamant et Frank Bournois présentent les nouveaux défis des managers des salles de marchés. Alice Le Flanchec indique comment les fonctions financières interagissent de plus en plus avec celles des directeurs des ressources humaines. Enfin, Jean-Jacques Pluchart explique comment la confiance dans la chaîne financière s'est progressivement transformée en défiance, rendant nécessaire la mise en place de nouveaux modèles de régulation des marchés et de gouvernance du système financier international.