

- DELAITE M.F. (2010) L'Europe face à la mondialisation financière, *Revue Valaque d'Études économiques*, vol.1 (15), n°3/2010, p.45-56.
- DE LAROSIERE J. (2010) La vision de Jacques de Larosière, *Confrontations Europe*, n°89, p.12.
- DE LAROSIERE J. (2009) Rapport du Groupe de haut niveau sur la surveillance financière dans l'Union européenne, Bruxelles.
- DUVAL G. (2011), Faut-il imiter l'Allemagne? *Alternatives économiques*, n°300.
- GIRAUD G., RENOUARD C. (2009) *20 propositions pour réformer le capitalisme*, Flammarion.
- LE CACHEUX J. (2002) Mondialisation économique et financière: de quelques poncifs, idées fausses et vérités, *Revue de l'OFCE*, mars 2002.
- LORDON F. (2008) *Jusqu'à quand? Pour en finir avec les crises financières*, Paris, Raisons d'agir.
- MISTRAL J. (2010) Re-réglementation financière internationale: un défi transatlantique, *Revue d'Économie financière*, n°100, p.141-161.
- MUNDELL R. (1961) A theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, vol 51.
- PLIJHON D. (2010) Réformer les institutions défaillantes ? La réforme de la régulation financière, *Cahiers français*, n°359, p.90-95.
- PLIJHON D. (2009a) Lutter contre l'instabilité financière: pour un aggiornamento de la théorie et de la régulation financière, *Revue d'Économie financière*, Numéro hors-série.
- PLIJHON D. (2009b) *Le nouveau capitalisme*, Paris, La Découverte.
- POLLIN J.P. (2010) L'Euro système et l'intégration financière européenne, *Revue d'Économie politique*, n°2, p.237- 420.
- SAINT-ETIENNE Ch. (2009) *La fin de l'Euro*, Paris, Bouin.
- STIGLITZ J. (2010) *Le triomphe de la cupidité*, Les liens qui libèrent.

**Bibliographie**

- AGLIETTA M. (2010) *La crise, les voies de sortie*, Michalon, p.15.
- ALLAIS M. (2005) *L'Europe en crise. Que faire ? Pour une autre Europe*, Paris, Clément Juglar.
- ALLAIS M. (1994) La politique de libre-échange, le GATT et la construction européenne, *Revue d'Économie politique*, n°104, p.4.
- ARTUS P., BETBEZE J.P., CAPELLE-BLANCARD G., DE BOISSIEU C. (2010), *De la crise des subprimes à la crise mondiale*, La Documentation Française.
- ASKENAZY P., COUTROT T., ORLEANS A., STERDYNIAK H. (2010), *Manifeste d'économistes alternatifs*, Les liens qui libèrent.
- BOURGUINAT H., BRIYS E. (2009) *L'arrogance de la finance*, Paris, La Découverte.
- BOURGUINAT H. (2006) *Les intégrismes économiques. Essai sur la nouvelle donne planétaire*, Paris, Dalloz.
- BOYER R (2010a) Après la crise financière : « réguler » ou refonder ? Les insuffisances des stratégies prudentielles, *Revue de la Régulation*, n°5, 1<sup>e</sup> semestre 2009.
- BOYER R (2010b) Crise asiatique, bulle internet, subprimes : des crises récurrentes, *Cahiers français*, n°357.
- BOYER R., DEHOVE M., PLIJON D. (2004) *Les crises financières. Analyses et propositions*, Rapport pour le Conseil d'Analyse Économique.
- BRI (2010) 80<sup>ème</sup> Rapport annuel.
- COTTA A. (2010) *Sortir de l'euro ou mourir à petit feu*, Plon.
- COUPPEY-SOUBEYRAN J. (2010) *Monnaie, banques, finance*, PUF.
- CREEL J (2011) L'Europe n'a pas tiré les leçons de la crise, *Alternatives économiques*, hors-série, n°88.
- DE BOISSIEU C. (2011) Renforcer la gouvernance européenne, *Société*, n°71, p.44-52.

Les crises récentes imposent cependant de repenser en profondeur les risques systémiques de la finance internationale et les moyens d'y apporter des réponses. Ces risques sont, en dernier ressort, pris en charge par les collectivités (socialisation des risques) tandis que les profits demeurent privés. Il y a un déséquilibre que les États européens n'admettent plus, car il s'agit d'une limitation de leur souveraineté. Les États de la zone euro, endettés pour sauver le système bancaire de la déroute, sont condamnés à rassurer les agences de notation et les marchés. Est-il légitime que ces derniers mal réglementés et mis par des considérations de court terme sanctionnent et condamnent un État au défaut de paiement ? La solution au surendettement des pays européens ne passe pas seulement par la construction d'un gouvernement économique européen. Il importe de contrôler strictement la finance européenne.

Les moyens pour instaurer une régulation financière internationale existent. Le Sommet du G20 à Londres, début avril 2009, qui a redéfini les règles de fonctionnement du système monétaire international et du système financier international, nous le prouve. Mais il ne constitue qu'une étape et semble vouloir maintenir, voire étendre, le règne des régulations marchandes à l'échelle planétaire. Seule une Europe capable de réformer radicalement son système de réglementation et de supervision permettrait d'avancer dans la voie d'une finance mondiale régulée avec efficacité.

stabiliser les prix de certains actifs et de rétablir la liquidité sur certains marchés financiers.

Quatrièmement : la crise bancaire a rappelé une évidence économique et institutionnelle : les autorités monétaires ne peuvent pas être tenues éloignées du champ de la réglementation financière. Elles auront vraisemblablement en charge la surveillance « macroprudentielle » des systèmes financiers qu'il leur faudra coordonner avec la surveillance « micropudentielle » des autorités de supervision (Couppey-Soubeyran, 2010).

Cinquièmement, comme le montre la formule de Gordon-Shapiro, toute modification du taux directeur par la Banque centrale peut induire des variations importantes de la valeur fondamentale des actions. Qu'elle le reconnaîsse ou non la Banque centrale peut favoriser de ce fait l'émergence de bulles spéculatives.

Sixtièmement, les années récentes ont révélé qu'une inflation faible ne diminue pas le risque de crises financières.

### **Conclusion**

Les difficultés rencontrées dans la mise en place d'une régulation financière européenne plus solide, de nature à répondre au risque de crise systémique, s'expliquent par des obstacles politiques, institutionnels et réglementaires. L'Union européenne et en particulier la zone euro se heurtent à un double problème : l'absence d'un budget fédéral et l'absence d'un véritable gouvernement économique européen qui constituent un handicap politique à la prise de décision. La zone euro apparaît comme une fédération monétaire imparfaite et insachevée qui ne parvient pas à parler d'une même voix ou à bénéficier d'une représentation unique au sein des organisations internationales.

ne peuvent pas en effet être considérées comme de simples « actifs financiers » pouvant librement passer de main en main au gré de stratégies diverses d'investisseurs du monde entier.

#### **2.4 La refonte de la politique monétaire**

La place croissante prise par les marchés financiers dans le financement de l'économie et l'accroissement de l'instabilité financière contraint la BCE à attacher une attention particulière au suivi de l'évolution des prix des actifs financiers (Delaitre, 2010). Plusieurs raisons peuvent être mises en avant :

Premièrement, les prix des actifs financiers sont susceptibles d'exercer une influence majeure sur la sphère réelle et sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire.

Deuxièmement, la progression du prix des actifs peut être de nature inflationniste ; pour les tenants du monétarisme, l'excès de monnaie par rapport aux encaisses désirées des ménages alimente un surplus d'achats d'actifs au lieu de stimuler des dépenses de biens et services. Autrement dit, l'inflation se manifeste sur le marché des actifs au lieu de se concentrer sur le marché des biens et services.

Troisièmement, l'enclenchement d'un processus déflationniste à la suite de l'explosion d'une bulle justifie la vigilance de la BCE, au même titre que l'enclenchement d'un processus inflationniste. En 2008 et 2009, comme au Japon dans les années 90, les tendances déflationnistes se sont manifestées dans la zone euro et ont fait suite à l'éclatement d'une double bulle immobilière et financière. Pour faire face à cette situation, la BCE est allée au-delà d'une intervention monétaire traditionnelle consistant à accroître la liquidité bancaire en prenant en pension des actifs sans risque. Elle est intervenue en tant qu'« achetuse d'actif en dernier recours » afin de

pour éviter que les crises financières restent en place, il importe de transformer le capitalisme financier européen déréglementé. Pour être efficace, cette transformation devra remettre en cause la logique de la rentabilité financière à court terme et, éventuellement, la structure des pouvoirs dans la banque. Des moyens pour instaurer une régulation du capitalisme existent. Reste cependant que, pour être efficaces, ils exigent un minimum de consensus au plan européen. Quel rôle nouveau doit-on donner à l'État ?

L'État a le devoir de contrôler les banques qui ne sont pas des entreprises comme les autres. En raison de leur fonction de gestion des comptes de dépôts, elles sont en effet au cœur du système de paiement. La monnaie étant un bien public, la création monétaire doit être contrôlée par la collectivité et ne peut-être le résultat des décisions prises par des actionnaires privés en fonction de critères de rentabilité à court terme. D. Phloun (2009b) affirme que la nationalisation devrait permettre un contrôle social, c'est-à-dire à une nouvelle gouvernance bancaire à laquelle doivent participer l'ensemble des parties prenantes : État, salariés, usagers. La banque retrouvera ainsi son rôle au service de l'intérêt général et ne sera plus dirigée par une logique financière de court terme. L'État devrait exercer efficacement sa mission de surveillance des banques. Il devrait les contraindre à respecter certaines règles d'éthique en matière de gouvernance et de rémunérations. Il devrait inciter les actionnaires à être actifs dans le contrôle des dirigeants sous peine d'expropriation par la mise en faillite de la banque. Il devrait rendre les dirigeants bancaires responsables sur leurs biens personnels des pertes liées à des prises de risque excessives (Phloun, 2010). Il devrait supprimer les stocks-options conçues pour que les dirigeants puissent satisfaire les intérêts des actionnaires et encadrer à la fois les salaires fixes et les bonus des traders.

En tant qu'actionnaire unique ou majoritaire, l'État doit sécuriser le capital des banques, en particulier dans un contexte de vulnérabilité capitalistique, compte tenu de la forte diminution des valorisations boursières. Ces banques

- 2- Inciter les banques européennes à prêter dans la zone réglementée et limiter leurs engagements internationaux : une différenciation de normes de fonds propres selon la destination des investissements peut être mise en place. En particulier, les exigences de fonds propres peuvent être plus fortes lorsque les risques sont liés à des placements à l'étranger. (Bouguinat et Briyat, 2009).
- 3- Encourager l'épargne européenne pour réduire le recours aux emprunts extra-communautaires et diminuer ainsi la vulnérabilité financière extérieure de la zone européenne.
- 4- Mener une coordination réelle des réglementations fiscales au sein de l'Union Européenne, afin d'interdire notamment aux entreprises et aux institutions financières de localiser leurs opérations dans les paradis fiscaux, interdire également aux acteurs enregistrés dans les paradis fiscaux de contracter sur les marchés organisés de la zone. Deux mesures simples permettraient d'éradiquer les paradis fiscaux : d'une part, mettre sous contrôle public les organismes de compensation, tels que Clearstream et, d'autre part, lever le secret bancaire ainsi que la liberté totale de transferts de fonds sans justification.

Ainsi un surcroît de stabilité financière obtenu grâce à une réglementation financière plus importante permettrait de compenser la perte en attractivité de la zone. Comme le rappellent G. Giraud et C. Renouard (2009, p.257) : « Après tout, aujourd'hui, si la zone euro avait eu les moyens d'échapper à la contamination de la crise, il ne fait aucun doute qu'elle serait devenue la place la plus attractive du globe.

### **2.3 La remise en cause du mode de gouvernance bancaire**

Au-delà des défaillances de la régulation, c'est le mode de gouvernance bancaire qui est en cause. La course effrénée à la rentabilité, initiée par les actionnaires des banques, conduit à une prise de risque excessive. Dès lors,

des catalyseurs de la crise financière dite crise des subprimes qui a éclaté en 2007. Des établissements de crédit immobiliers non bancaires, par conséquent, non soumis au contrôle prudentiel, ont été, en effet, à l'origine d'une prise de risque excessive sur le marché des crédits hypothécaires (Phloun, 2009a). Ces risques ont été transférés vers des investisseurs institutionnels et des pays de plus en plus éloignés de ceux qui les ont générés. Les pays de l'Union européenne n'ont pas été épargnés.

## **2.2 L'introduction d'un degré supérieur de réglementation financière dans la zone euro**

Il ne s'agirait pas d'instaurer un protectionisme financier total. La mise en œuvre sans restriction d'un tel protectionisme ne peut aboutir qu'à des effets indésirables. Il suffirait, comme le préconise F. Lordon (2008) d'introduire un degré supérieur de réglementation financière dans l'UME et d'encadrer les rapports entre la zone européenne financière (ZEF) régulée par définition et les zones non régulées. Il serait nécessaire d'accompagner le protectionisme financier d'un rassurement adapté de la politique prudentielle. Un accord entre les 27 pays de l'Union, y compris le Royaume-Uni et le Luxembourg, rendrait un tel protectionisme plus efficace. Ce dernier pourrait reposer sur plusieurs piliers.

1- Mettre en place des règles prudentielles strictes visant à réduire l'exposition des acteurs privés aux risques : application des exigences de fonds propres à d'autres établissements financiers que les banques ; limitation de la titrisation et des effets de levier d'endettement ; interdiction aux banques de dépôts qui gèrent l'épargne des particuliers, de prendre des positions spéculatives ; mise sous contrôle public voire interdiction des hedge funds( fonds spéculatifs), encadrement très strict des produits dérivés, abandon des normes comptables *International financial reporting standards* (IFRS) imposées par l'*International Accounting Standards Board* (IASB) pour évaluer les actifs des entreprises à la valeur du marché.

- l'introduction d'un degré supérieur de réglementation financière dans la zone euro
- la remise en cause du mode de gouvernance bancaire
- la refonte de la politique monétaire

### **2.1 La préférence européenne dans le domaine financier**

Le Traité de Rome, instituant la Communauté économique européenne, signé le 25 mars 1957, ne prévoyait que la libéralisation des échanges intracommunautaires et nullement celle des échanges entre l'Europe et le reste du monde. Pour les Pères fondateurs, l'intégration financière européenne devait signifier une mobilité de l'épargne plus importante au sein de la communauté qu'entre la communauté et le reste du monde et une orientation de l'épargne européenne vers des emplois européens. Cette préférence européenne était censée protéger l'Europe des chocs externes et faire contrepoids à l'hégémonie américaine.

Cette idée de préférence européenne a été reprise par M. Allais (1994, p.4) qui dénonce la politique libre-échangeiste mondialiste de l'organisation de Bruxelles. Un passage de son article éclaire sa position: « La libéralisation totale des échanges n'est possible, elle n'est souhaitable, que dans le cadre d'ensembles régionaux, groupant des pays économiquement et politiquement associés, de développement économique et social comparable, et s'engageant réciproquement à ne prendre aucune décision unilatérale, tout en assurant un marché suffisamment large pour que la concurrence puisse s'y effectuer de façon efficace ». Le rétablissement de cette préférence européenne dans le contexte actuel et tout ce qu'il implique serait, pour le Prix Nobel (Allais, 2005) la condition absolue de la survie de l'Union européenne.

Fondamentalement, est-il possible de laisser circuler librement des capitaux entre des zones régulées et des zones non régulées ? Pour beaucoup d'économistes, l'archaïsme de la régulation bancaire américaine a été l'un

et des trois comités européens. La présence de ces derniers dans le CERS permet la coordination entre les deux niveaux micro et macroprudentiels. Cette réforme a pour principal mérite de prendre en compte le risque systémique<sup>1</sup> et la supervision macroprudentielle. Toutefois elle présente plusieurs lacunes. Le CERS ne dispose pas de moyens coercitifs à l'égard des régulateurs nationaux. Ces derniers vont en pratique avoir la mainmise sur la supervision des principaux métiers de la finance que sont la banque, l'assurance et les métiers de titres. En outre, malgré l'instauration du Comité européen des contrôleurs bancaires, la coopération européenne s'avère insuffisante. Souvent, des positions communes, qui ont été adoptées en son sein, ne sont pas présentées comme telles lors des réunions du G20, où chaque pays européen, qui avait pourtant souscrit à la position commune, parle finalement en son propre nom.

Enfin, il y a toujours absence d'une autorité européenne unique chargée de la supervision micro et macro prudentielle de l'ensemble des acteurs financiers (Pihon, 2010). Au total, la coopération européenne est plus une affaire de déclarations convenues que d'actes. Or, comme le rappelle Jérôme Creel (2011), cette absence de coopération peut entraîner à l'avenir une course à la régulation la plus accommodante afin de favoriser les institutions financières nationales.

## 2. Les actions possibles pour une refonte de la régulation financière européenne

Plusieurs leviers d'action existent pour construire une nouvelle régulation financière européenne :

- la préférence européenne dans le domaine financier

<sup>1</sup> Le risque systémique concerne une situation où un incident majeur, comme la faillite d'une institution financière importante, est susceptible d'affecter les autres acteurs et de provoquer d'autres faillites, mettant en difficulté le fonctionnement de l'ensemble du système financier avec des conséquences négatives sur l'économie réelle.

États-Unis, n'est pas transposable en Europe où le modèle de banque universelle prévaut de longue date.

- Aux États-Unis, les règles de Bâle 3, qui renforcent le contrôle sur les banques, seront vraisemblablement transposées en droit national mais ne s'imposeront qu'aux banques de taille internationale ; en Europe, les règles de Bâle 3 s'appliqueront à toutes les banques. Ces dernières craignent donc d'être défavorisées par rapport à leurs homologues américaines.

- Aux États-Unis, aucune règle contraignante n'a été édictée pour encadrer les rémunérations des traders. Barack Obama s'est refusé à plafonner les bonus. En Europe, au contraire, la Directive CRD 3, entrée en application le 1<sup>er</sup> janvier 2011, s'inspire des mesures proposées par le G 20 de Pittsburgh en interdisant les bonus garantis, en obligeant le versement différé d'au moins 40% de leur montant, en créant la notion de « malus » et en obligeant le versement en actions de 50% du bonus.

**b) Une supervision et une coopération européennes encore imparfaites**  
Comme le préconisait le Rapport de J. Larouière (2009), la réforme de la régulation financière européenne introduit une surveillance macroprudentielle<sup>1</sup> assurée par un Système européen de surveillance financière (SESF) et une surveillance macroprudentielle<sup>2</sup> dépendant d'un Comité européen du risque systémique (CERS) présidé par le président de la Banque centrale européenne. Le système européen de supervision financière regroupe les autorités nationales chargées de la supervision macroprudentielle au sein de 3 comités européens : le Comité européen des contrôleurs bancaires, le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières, le Comité européen des contrôleurs d'assurance. Le CERS comprend des responsables de la BCE, de la Commission européenne

<sup>1</sup> Le contrôle macroprudentiel concerne principalement les risques au niveau de chaque banque.

<sup>2</sup> Le contrôle macroprudentiel porte sur le renforcement de la stabilité financière globale et vise à éliminer le risque systémique.

### 1.3 Les facteurs de blocage réglementaires

La crise des subprimes de 2007-2009 a suscité un grand nombre de mesures destinées à améliorer le dispositif prudentiel. Le contenu de ces dernières a été différent en Europe et aux États-Unis, ce qui s'explique en partie par le fait que les structures financières ne sont pas identiques, l'intermédiation de marché étant plus étendue aux États-Unis qu'en Europe. Comme le rappelle J. Mistral (2010), la coordination internationale dans le cadre des G20 ne peut pas consister en une convergence pure et parfaite des réglementations financières en raison des intérêts fondamentaux divergents des différentes nations. En fait, le G 20 prévoit des mesures générales, mais ce sont les États qui les mettent ou non en application. Les régulations mises en place en Europe ne sont pas de même nature que celles décidées aux États-Unis. Elles diffèrent selon les pays de l'Union européenne du fait d'une insuffisante coopération. Il est possible de mettre en évidence, d'une part, les divergences réglementaires opposant l'Europe aux États-Unis et, d'autre part, les imperfections de la supervision et de la coopération européennes.

#### a) Les divergences réglementaires opposant l'Europe aux États-Unis

Quatre exemples permettent d'illustrer ces divergences.

- La Directive européenne de juillet 2009, concernant la régulation des agences de notation, est en harmonie avec les déclarations finales du G20 de Londres du 2 avril 2009. Ces dernières expriment la volonté d'étendre la surveillance de la régulation et l'enregistrement aux agences d'évaluation du crédit ; mais la directive européenne demeure globalement moins exigeante que la législation des États-Unis qui rend les agences responsables juridiquement et financièrement des erreurs commises dans l'appréciation des risques.

- En matière bancaire, les remèdes américains ne sont pas forcément la panacée pour l'Europe. Les 27 pays membres considèrent que la séparation des activités, entre banques de dépôts et banques d'affaires, préônée aux

crise, les acheteurs de la dette publique risquent de ne pas être intégralement remboursés de leurs créances. Ils devront participer au mécanisme de résolution de dette. Celui-ci se fera sur une base volontaire et via l'utilisation de clauses d'action collective.

#### **f) L'absence d'une politique de change**

Théoriquement, pour retrouver l'autonomie de sa politique monétaire sans remettre en cause la libre mobilité des capitaux, la BCE doit renoncer à l'objectif de stabilité des changes (Mundell, 1961). Dant les faits, la BCE ne néglige pas de suivre l'évolution du cours de l'euro vis-à-vis des devises tierces afin d'obtenir l'objectif final de stabilité des prix puisque cette évolution n'est pas sans effet sur les prix intérieurs : le lien le plus évident passant par les prix à l'importation. Comme l'Union économique et monétaire (UEM) est une économie vaste et relativement fermée vis-à-vis du reste du monde, la BCE peut donc, comme la Réserve fédérale américaine, avoir une attitude de détachement (benign neglect) par rapport à la variation du cours de change de l'euro. Cette insensibilité doit être néanmoins relativisée. Les différentes économies de l'Union monétaire ne sont pas affectées de la même façon par la variation du cours euro-dollar.

Fondamentalement, après 10 années d'existence, la zone euro n'a toujours pas réussi à se doter d'une politique de change, car elle n'a pas de représentation politique. Même si les pays coopèrent pour orienter des marchés internationaux, cela ne suffirait sans doute pas à influencer des acteurs non gouvernementaux qui pèsent sur les cours de change : fonds d'investissement, fonds de pension, fonds souverains et firmes multinationales. La zone euro n'est pas parvenue à construire son propre modèle de gouvernance externe. Comme le rappelle C. de Boissieu (2011), elle n'a pas de représentation unique dans les organismes internationaux ou dans les instances comme le G8 ou le G20.

ceux qui dépendent des capitaux étrangers. C'est le cas en particulier de la Grèce et de l'Italie qui ont un taux d'épargne faible par rapport à l'investissement. Les obligations d'État de la zone euro, par ailleurs, sont détenues à concurrence des deux tiers par des banques étrangères (Cotta, 2010).

En fait, la solvabilité d'un État participant à une Union Monétaire ne devrait pas susciter une défiance internationale du fait de la solidarité qui devrait unir tous les pays membres. Ce n'est pas le cas dans la zone euro, car le TFUE interdit explicitement les prêts à un État en difficulté quand celui-ci appartient à la zone euro (article 125). Du fait de ce désengagement, la solvabilité de chaque pays européen est soumise à l'évaluation des marchés et des agences de notation. Ainsi, un État souverain, qui est évalué comme une entreprise privée, est-il contraint d'orienter sa politique en fonction de l'évaluation effectuée par des agences privées dont l'horizon de prévision est limité au court terme. La zone euro a été incapable de gérer de manière ordonnée la crise de la dette souveraine grecque. Comme le rappelle Boyer (2010b), elle ne disposait pas des instruments communautaires nécessaires pour éviter la faillite d'un État ; cela était vain pour éviter les effets d'aléa moral. Cette absence de coordination, et plus fondamentalement l'absence d'un vrai budget européen, permettant une solidarité effective entre les États membres, ont encouragé les acteurs financiers à se détourner de l'euro, voire à spéculer ouvertement contre lui (Atkenazy, Coutrot, Orléans, Stendyński, 2010).

Le programme de soutien, mis en œuvre par les États européens, le FMI et la BCE, en mai 2010, a contribué à stabiliser les marchés financiers, sans pour autant supprimer les préoccupations concernant la viabilité à long terme de la situation budgétaire en Grèce et dans plusieurs autres pays européens (BRI, 2010). En outre, la pérennisation du Fonds européen de stabilité financière à partir de 2013 posera la question du partage du coût de sauvetage entre les États et le secteur privé (De Boissieu, 2011). En cas de

**d) Un dispositif européen favorable aux marchés financiers**

Le dispositif européen laisse les marchés financiers dans un rapport de force qui leur est favorable. En effet, la BCE et la Commission européenne privilient le développement des marchés d'actifs au détriment de l'intermédiation en favorisant la titrisation et d'une façon plus générale le modèle anglo-saxon de financement. Or, pour J.P Pollin (2010), ce choix se révèle contestable, car il est générateur de risques d'instabilité financière. En outre, les autorités européennes favorisent la dépendance des finances publiques vis-à-vis des marchés financiers. Cette financiarisation de la dette publique a été inscrite dans les traités. Les banques centrales ne peuvent pas financer directement les États, qui doivent trouver des prêteurs sur les marchés financiers. Selon l'article 123 du TFUE « il est interdit à la banque centrale européenne et aux banques centrales des États membres d'accorder des découverts ou tout type de crédit aux institutions, organes ou organismes de l'Union, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États membres; l'acquisition directe auprès de la Banque centrale européenne ou des banques centrales nationales, des instruments de leur dette est également interdite». Enfin, les autorités européennes veulent soumettre les États, par nature, trop dépendant, à la discipline des marchés financiers.

**e) Le manque de solidarité financière**

La crise économique, déclenchée en 2007, et les plans de relance, qu'elle a suscité, ont entraîné des déficits publics largement supérieurs, dans certains pays européens, à ceux qui sont tolérés par le Pacte de stabilité. Ces déficits ont amplifié leur endettement, ce qui a conduit à une défiance des marchés financiers internationaux à l'égard des pays les plus faibles : la Grèce, le Portugal, l'Italie, l'Irlande, l'Espagne. Les pays les plus vulnérables sont

Commission européenne a présenté au Conseil et au Parlement européens son plan d'action pour les services financiers (PASF) qui visait à créer un marché financier européen uniifié avant 2005, fonctionnant sur le modèle des États-Unis. En créant la concurrence dans le secteur des services financiers, la Commission européenne a été au-delà de la création d'un marché commun caractérisé, notamment, par la libre circulation des capitaux. En fait, sans l'affirmer explicitement, l'Union européenne s'est inscrite dans le mouvement de déréglementation financière mondiale, d'inspiration anglo-saxonne.

Le processus de mondialisation du capitalisme européen : le besoin supplémentaire de fonds propres dans l'Union européenne ne peut pas être satisfait par une épargne domestique au niveau de chaque pays membre pour plusieurs raisons : la baisse de la demande d'actions ; la réduction de la capacité des investisseurs individuels et institutionnels à prendre des risques ; l'ampleur des rachats d'actions ; l'absence de fonds de pension dans certains pays. Un grand nombre d'économistes comme Artus, Betbeze, Capelle-Blancard, De Boissieu (2009) suggèrent de chercher l'épargne en actions là où elle se trouve potentiellement, c'est-à-dire dans les pays émergents et exportateurs de matières premières. Ils pensent que les fonds souverains (ou les autres fournisseurs de capital des pays émergents) apporteront un financement quasi-permanent garantissant la stabilité du capital.

L'adoption de normes comptables internationales IFRS (International Financial Reporting Standards) : en matière de normes comptables, l'Europe a abandonné sa souveraineté en en confiant la définition à une institution, l'IASB (International Accounting Standard Board), fondation professionnelle privée dont l'orientation dominante est anglo-saxonne. Elle a imposé, aux sociétés cotées, la comptabilité en valeur de marché (fair value) qui permet de satisfaire les besoins d'information des actionnaires et des investisseurs et d'évaluer les actifs au prix du marché.

**b) L'absence d'un vrai budget fédéral**

Les États membres n'ont pas accepté des transferts importants de souveraineté budgétaire au niveau communautaire. Le plafond du budget communautaire a été fixé actuellement à 1,23 % du PIB communautaire. La solidarité budgétaire est par ailleurs proscrite par l'article 125 du TFUE qui stipule que « l'Union ne répond pas des engagements des administrations centrales, des autorités régionales ou locales, des autres autorités publiques ou d'autres organismes ou entreprises publiques d'un État membre, ni ne les prend à sa charge, sans préjudice des garanties financières mutuelles pour la réalisation en commun d'un projet spécifique ». Or, la crise a montré la nécessité de mettre en place une politique budgétaire de nature fédérale.

**c) Le choix d'une Europe financière mondialisée**

L'Europe a fait le choix d'une économie ouverte. Elle est comparable à une « zone ouverte à tous les vents de la finance internationale » (Allais, 1994), « un cheval de Troie de la mondialisation libérale » (Le Cacheux, 2002), à « une Europe anglaise » (Bourguinat, 2006), à « une zone de libre échange sans limites géographiques » (Saint-Etienne, 2009). Plusieurs initiatives européennes témoignent de cette démarche de dilution de l'Europe dans le vaste mouvement de la mondialisation, notamment dans le domaine de libre circulation des capitaux, des services financiers, de l'attraction d'une épargne extracommunautaire investie en actions et des normes comptables.

**La libre circulation des capitaux :** le TFUE confirme le principe de l'économie de marché ouverte. L'article 63 mentionne en effet que « toutes les restrictions aux mouvements de capitaux entre les États membres et les pays tiers sont interdites ».

**La dimension internationale de la politique communautaire en matière de services financiers :** Depuis les années 1990, les États européens ont mis en œuvre des politiques de libéralisation financière dans le cadre de la création du marché unique des capitaux. C'est ainsi que, le 11 mai 1999, la

Le cadre institutionnel de la politique monétaire décrit par l'article 127 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) contraint la Banque Centrale Européenne à respecter un objectif prioritaire de stabilité des prix. L'objectif macroprudentiel de renforcement de la stabilité financière globale n'a pas été explicitement prévu. Le Pacte de stabilité et de croissance est focalisé sur les finances publiques des États membres alors que les origines de la crise financière sont à rechercher bien davantage dans l'endettement de tous les agents non financiers que dans le seul endettement public. Les autorités européennes (États membres, Commission et Banque centrale) ne prennent pas en considération les conséquences de l'austérité budgétaire sur l'activité économique et veulent croire que la confiance des marchés est le seul moyen de sortir de la crise et de lutter contre l'instabilité financière. Suivant la logique ordolibérale, le Pacte de compétitivité<sup>1</sup> ne fait qu'approfondir encore la dynamique d'intégration par les règles suivies jusqu'à présent : il s'agit de réduire toujours plus les marges de manœuvre laissées aux politiques publiques nationales, sans pourtant y substituer une réelle capacité d'initiative européenne (Duval, 2011). Les partisans de l'ordolibéralisme croient qu'une monnaie unique ne nécessite pas de pilotage politique et qu'on peut s'en remettre à des règles. Or, construire une monnaie sans souveraineté politique est une entreprise difficile surtout en période de crise.

---

<sup>1</sup> Le Pacte de compétitivité, initié par la France et l'Allemagne et adopté par les 17 États de la zone euro le 11 mars 2011, a pour objectif de contribuer à accroître la productivité des pays de l'Union européenne en leur promenant de respecter notamment les principes suivants : contrôle des déficits publics, suppression de l'indexation des salaires sur l'inflation et recul automatique de l'âge de la retraite en fonction de l'évolution démographique.

deux instruments principaux : la réglementation et la taxation. Selon ces économistes, la parfaite circulation du capital ne peut plus être le levier de la mondialisation. Les idées, qui dominent la réforme financière européenne, sont inspirées de l'idéologie libérale. L'Europe refuse toute réflexion de fond sur les causes profondes de la crise actuelle.

### **1.2 Les facteurs de blocage institutionnels**

Six facteurs de blocage institutionnels peuvent être mis en évidence au niveau de l'Union européenne : l'absence d'un véritable gouvernement économique européen ; l'absence d'un vrai budget fédéral ; le choix d'une Europe financière mondialisée ; l'existence d'un dispositif européen favorable aux marchés financiers ; le manque de solidarité financière européenne ; l'absence d'une politique de change.

#### **a) L'absence d'un véritable gouvernement économique européen**

Aujourd'hui, l'Europe se situe toujours pleinement dans la logique ordolibérale de gouvernement par les règles. Cette doctrine, apparue en Allemagne, dans les années 1930, prône, outre la liberté fondamentale de circulation des marchandises et des capitaux, l'indépendance de la banque centrale, la stabilité monétaire et la rigueur budgétaire qui sera inscrite dans le Pacte européen de stabilité et de croissance. L'ordolibéralisme préconise une stricte orthodoxie budgétaire et la rigueur monétaire par les règles<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> La théorie de l'ordolibéralisme a été développée, à partir de 1932, par Walter Eucken et ses collègues de l'Université de Fribourg en Brégence, notamment, Wilhelm Röpke. Ils se réfèrent explicitement à la notion d'ordre, empruntée à Saint Augustin, en cherchant à créer un ordre social idéal fondé sur les valeurs fondamentales de l'Homme. Selon cette théorie, les pouvoirs publics doivent fixer le cadre de l'activité économique en établissant des règles respectant des principes de libérité économique et de solidarité sociale entre les acteurs du système de production ou les catégories les plus démunies de la population (principes constitutifs). Les interventions de l'Etat sur les marchés, susceptibles de freiner la concurrence, doivent rester limitées et se contenter, d'éliminer les obstacles à leur bon fonctionnement.

la croissance mondiale. Comme le rappelle J. de Larosière (2010), la stabilité financière ne doit pas être conçue comme négative pour la croissance économique. Les libéraux admettent qu'une plus grande transparence et une plus forte responsabilité individuelle devraient permettre au système de fonctionner de manière harmonieuse. Ils considèrent que la mondialisation financière est un phénomène inéluctable et qu'elle est la condition indispensable de la croissance et du développement.

La mouvance néo-keynésienne, quant à elle, plaide pour une refonte radicale des structures de la finance. Elle préconise notamment une baisse de ses niveaux de profit et une réduction de la sophistication de ses activités (Boyer, 2010a). Elle prône un renforcement des dispositifs prudentiels, c'est-à-dire de l'ensemble des mesures réglementaires visant à réduire l'exposition des opérateurs aux risques ; et ainsi, la probabilité de survenance d'une crise bancaire ou financière en serait réduite. J. Stiglitz (2010, p.299) propose de «obliger» le système avec des «règles transparentes qui laissent peu de marge de manœuvre à qui voudrait ne pas les appliquer». Comme les acteurs financiers sont habiles et qu'ils cherchent les moyens de contourner les règles, il est nécessaire de mettre en place une réglementation exhaustive et dynamique. Les néokeynésiens considèrent que les marchés financiers libéralisés sont fondamentalement instables, qu'ils souffrent de nombreux dysfonctionnements (mouvements de panique, mimétisme des investisseurs, auto-référence, euphorie, autoréalisation des anticipations, contagion) et qu'ils nécessitent d'être mieux encadrés. Ils souhaitent remettre en cause la théorie financière standard. Les néo-keynésiens voient également dans les interventions publiques fortes et hors-marché un moyen de prévenir et de gérer les crises financières (Boyer, Dehouve, Phloun, 2004). Ces dernières peuvent avoir, en effet, un coût économique et social important. Cette externalité négative constitue la principale raison d'être d'une politique publique de maîtrise des mouvements de capitaux spéculatifs. Cette politique peut s'appuyer sur

### **1.1 Les facteurs de blocage politiques**

Les justifications d'une refonte financière à l'échelle européenne font l'objet, depuis la crise des subprimes, de vifs débats qui opposent deux paradigmes, le premier d'inspiration libérale et le second d'inspiration keynésienne.

Les partisans du libéralisme sont fondamentalement hostiles à toute forme de réglementation qui pourrait nuire au libre jeu du marché et de la concurrence et à toute forme de règle imposée de l'extérieur. Ils considèrent que les marchés libérés de leurs contraintes réglementaires s'équilibrent d'eux-mêmes et que les crises ne sont que le résultat de chocs exogènes ou d'erreurs de politique économique. Ils considèrent que les marchés fonctionnent de manière efficiente. Selon eux, les bulles d'actifs ne peuvent exister, car les ventes, qui en résulteraient, feraient baisser le cours devenu trop élevé. Les tenants de l'hypothèse d'efficience des marchés privilégient une régulation micropublicitaire qui cherche à promouvoir la stabilité du système financier en assurant, d'une part, la solidité et la solvabilité des banques considérées individuellement et, d'autre part, la discipline du marché. Selon cette conception, le risque systémique n'est que le résultat d'une aggrégation de risques individuels. Partant du principe que les banques connaissent le mieux leurs clients et le risque associé à chaque catégorie d'emprunteur, les libéraux cherchent à promouvoir l'autorégulation ou l'autocontrôle consistant à déléguer aux banques le soin de détecter les risques, notamment grâce à leurs modèles internes. Ils plaident en faveur d'une poursuite des réformes structurelles menées au cours des décennies précédentes et ne veulent pas s'attaquer aux racines de la crise. Ils refusent d'en tirer les leçons en prônant notamment le développement de la sphère financière considéré comme un moteur de la croissance. Ils démontrent que les contraintes réglementaires imposent une réduction de la capacité des banques à distribuer des crédits, et que ces contraintes sont donc nuisibles à

La crise des subprimes, qui a commencé aux États-Unis en 2007, et la crise des dettes souveraines, dans la zone euro, ont mis à mal sérieusement le système monétaire et financier international dont l'instabilité inquiète un nombre croissant de pays. Ces crises ont révélé de graves carences dans la régulation financière internationale et font apparaître un besoin de stabilité financière. Elles devraient être l'occasion de créer un nouveau dispositif institutionnel pour la réglementation et la supervision financières dans l'Union européenne. Si la nécessité d'une nouvelle régulation financière européenne fait l'objet d'un consensus, les économistes sont partagés sur son importance et sa nature. Deux tendances s'opposent : d'un côté, ceux qui souhaitent maintenir le système actuel en améliorant sa régulation, sans s'attaquer aux racines profondes de la crise ; de l'autre, les partisans d'une rupture vis-à-vis du capitalisme anglo-saxon et de la mondialisation financière libérale. Dès lors, une question se pose : l'Union monétaire européenne est-elle capable de réformer radicalement son système de réglementation et de supervision dans une économie mondiale dépourvue de régulation financière efficace ? Est-elle en mesure de mettre en place des instruments et des institutions destinés à lutter contre les désordres financiers ? Pour répondre à cette question nous analysons les obstacles à une refondation financière européenne avant d'examiner les actions possibles pour obtenir une plus grande stabilité et une meilleure équité.

### **1. Les facteurs de blocage**

Nombre d'obstacles restreignent les potentialités offertes par l'espace européen pour une refonte financière. Trois peuvent faire l'objet d'une analyse spécifique : les facteurs de blocage politiques, les facteurs de blocage institutionnels, les facteurs de blocage réglementaires.

## QUELLE REFONDATION FINANCIÈRE EUROPÉENNE DANS LA MONDIALISATION ?

Marie-Françoise DELAITE

Université de Paris-Nord

### Résumé

Les difficultés, rencontrées dans la mise en place d'une régulation financière européenne plus solide, de nature à répondre au risque de crise systémique, s'expliquent par des obstacles politiques, institutionnels et réglementaires. Les crises récentes imposent cependant de repenser en profondeur les risques systémiques de la finance internationale et les politiques de réponses. Les moyens pour instaurer une régulation financière internationale existent. Le Sommet du G20 à Londres, début avril 2009, qui a redéfini les règles de fonctionnement du système financier international, nous le prouve. Mais il ne constitue qu'une étape et semble vouloir maintenir, voire étendre, le règne des régulations marchandes à l'échelle planétaire. Seule une Europe capable de réformer radicalement son système de réglementation et de supervision permettrait d'avancer dans la voie d'une finance mondiale régulée avec efficacité.

Mots-clés : crise financière ; finances publiques ; régulation financière ; union régionale ; mondialisation financière.

Classification JEL : F36, G18, G38.