

Première partie

**Nouveaux acteurs,
nouvelles pratiques**

INTRODUCTION

Le système financier contemporain

Depuis août 2007, la finance mondiale est en crise. Après quatre années de hausse quasi-ininterrompue des marchés boursiers (l'indice CAC 40 de la Bourse de Paris a été multiplié par 2 de juillet 2003 à juillet 2007, tout comme le Nasdaq aux États-Unis), un cycle financier particulièrement prospère touche à sa fin. Trop de promesses sur des revenus futurs ont été accordées ; trop de déséquilibres creusés. Faut-il s'en étonner ? « La finance globale de marché est intrinsèquement volatile et son mode de régulation est le krach, c'est ainsi ». Cela ne remet pas pour autant en cause ses fonctions traditionnelles : transférer les richesses dans le temps, gérer les risques, mettre en commun les ressources, créer de l'information, organiser le système des paiements [p. 10].

Chaque crise a ses spécificités. Les *hedge funds* et les fonds de *private equity* sont sur toutes les lèvres, mais il ne faut pas se tromper de coupable ! C'est la finance dite structurée qui est au cœur de la crise actuelle. Des crédits à risque ont été accordés, découpés, fusionnés puis revendus à des investisseurs du monde entier, permettant une expansion remarquable du crédit, mais disséminant les risques et complexifiant comme jamais le monde de la finance [p. 20]. Pour répondre aux défis, celui-ci a engagé toujours plus de mathématiciens, d'ingénieurs, d'informaticiens, d'économistes et de commerciaux, dans une pléiade de métiers, faisant de la finance un des secteurs les plus importants des économies des pays développés.

Le consommateur américain a été le premier à bénéficier de la période faste d'expansion du crédit qui se clôt aujourd'hui. Le paradoxe est qu'il a utilisé pour consommer l'argent prêté par un groupe de pays émergents. Depuis 1998, le déficit de la balance des paiements américaine n'a cessé de se creuser ; c'est le déséquilibre macroéconomique fondamental du système financier contemporain [p. 32]. Cette situation n'est pas soutenable : pour que la dette des États-Unis reste dans les limites acceptables, la monnaie américaine doit se déprécier. Sommes-nous à la veille de l'effondrement du dollar ?

L'Europe n'est pas restée en marge. La Commission européenne a poursuivi son objectif d'intégration des marchés financiers, supposée améliorer la croissance de l'Union, mais qui risque aussi d'aggraver les crises. Quoiqu'il en soit, la route est encore longue avant que l'Europe ne constitue un marché financier véritablement unifié [p. 45].

L'héritage de la déréglementation

L'ébullition financière de la dernière décennie ne peut pas être comprise sans un rapide retour sur l'histoire. Aucun des nouveaux acteurs ni des nouvelles pratiques de la finance contemporaine n'aurait pu voir le jour sans la déréglementation financière. Celle-ci a eu lieu en France dans les années 1980 sous la pression des contraintes imposées par l'adhésion au système monétaire européen. Elle a profondément transformé les modes de financement des entreprises, qui ont diminué leur endettement auprès des banques au profit d'un financement intermédié sur les marchés financiers [p. 54].

La déréglementation a mis à bas l'encadrement du crédit qui existait depuis l'après-guerre, décloisonnant les marchés, mettant les banques en concurrence, attirant les capitaux internationaux, stimulant l'innovation financière. Là se trouve la source de la croissance du secteur financier (et au passage, pour partie, la source de l'envolée des rémunérations des *traders*). S'il reste encore des vestiges de l'économie réglementée dans certains produits d'épargne comme le Livret A ou les Plans d'épargne logement (PEL), ils sont les objets d'attaques répétées. Gagnerait-on cependant vraiment à les voir disparaître ? La déréglementation a eu ses bienfaits, mais elle a aussi augmenté le risque auquel s'exposent les entreprises [p. 67].

Les acteurs traditionnels comme les mutuelles ont dû s'adapter au nouveau contexte globalisé pour survivre ; ces dernières ont certes été attaquées, mais elles ont également bénéficié d'une meilleure résistance aux crises. Elles n'ont pas en effet d'actionnaires à satisfaire, ce qui leur confère davantage de souplesse [p. 77].

Au contraire, les entreprises ont dû se soumettre au triomphe de la « valeur actionnariale », malgré toutes les ambiguïtés théoriques que revêt la notion. Sert-on en effet toujours au mieux les intérêts d'une firme en servant les intérêts de ses actionnaires, c'est-à-dire en maximisant les cours boursiers [p. 86] ? Tout dépend, dans une large mesure, de ce que signifient précisément ces cours, donc du lien entre la sphère financière et la sphère réelle...

Deuxième partie

Sphère financière et sphère réelle

INTRODUCTION

Que veulent dire les cours boursiers ?

Des voix s'élèvent régulièrement pour reprocher au monde financier d'être déconnecté du monde « réel » de la production, de n'être qu'un casino dont les soubresauts erratiques nuisent au bon fonctionnement de l'économie. S'il n'est probablement pas sérieux de réduire la finance à une activité « parasitaire », il n'est néanmoins pas aisé de comprendre ce que veulent dire les fluctuations des cours boursiers. Il faut d'abord revenir sur la question des différentes définitions de l'efficacité des marchés financiers, concept par lequel les économistes pensent la qualité de l'information que ces marchés transmettent au monde de la production [p. 104].

Certains pensent que les marchés financiers sont si efficaces qu'ils peuvent même être « prédictifs », et donner par exemple de bonnes estimations des chances de victoire d'un candidat à l'élection présidentielle. L'approche de la finance conventionnaliste conduit plutôt à voir ces marchés comme des « machines cognitives » complexes pouvant aboutir aussi bien à une révélation efficace de l'information qu'à un vaste flou dominé par des comportements mimétiques sans lien avec l'économie réelle [p. 120]. Pour mieux comprendre la formation des prix, il faut tenter de rentrer dans la boîte noire de Wall Street et étudier les structures encadrant les pratiques des agents. Ces pratiques sont de plus en plus sophistiquées et nécessitent dès lors de nombreux allers-retours entre monde universitaire et monde professionnel [p. 133]. La théorie financière dispose en effet maintenant de nombreux modèles plus ou moins complexes censés refléter la valeur « naturelle » d'un actif financier.

Les marchés financiers n'en restent pas moins pour autant le lieu d'un débat sans fin où la diversité stratégique est nécessaire. Petits comme gros investisseurs font souvent confiance à des intuitions empiriques, au repérage de « tendances » ou au conseil d'un « gourou » [p. 144]. Ce n'est pas forcément plus stupide qu'autre chose, lorsqu'on songe aux mésaventures des investisseurs du LTCM – fonds géré par deux prix Nobel d'économie.

Les marchés financiers-ils efficacement le développement économique ?

Les critiques évoquées plus haut, pour renouvelées qu'elles soient lors de chaque crise financière, remontent cependant aux premiers temps des marchés financiers, et par la suite l'histoire de la finance est indissociable de celle des limitations morales et politiques apportées à l'activité financière – aussi bien que du développement des économies [p. 159].

À l'heure des *start-up*, les marchés financiers remplissent-ils encore leur rôle de financement de l'innovation et de la croissance ? Quel rôle doivent remplir d'autres acteurs comme les banques, notamment en Europe où la finance intermédiée est encore très présente et où il est temps de réfléchir à une architecture bancaire au niveau communautaire [p. 177] ? Quelle place accorder à d'autres acteurs moins traditionnels, comme les *business angels*, véritables accoucheurs d'entreprises innovantes, ou aux États, dont plusieurs ont ainsi mis en place des fonds de réserve pour les retraites, fonds publics placés sur les marchés financiers, palliant les déficiences d'une protection sociale au financement parfois problématique [p. 187] ?

Parmi les derniers-nés, les organismes de microcrédit ont fait naître de grands espoirs dans le domaine de la lutte contre la pauvreté. L'heure est peut-être venue pour un premier bilan dans les pays en voie de développement comme dans les pays développés [p. 197], où d'autres organismes comme les banques sociales dessinent les contours d'un modèle financier dont l'accès s'élargit aux plus pauvres, et dont l'avenir dira la validité.

Troisième partie

Crises et régulation

INTRODUCTION

La finance de bulle en bulle ?

Avec la crise des *subprime* enclenchée au cours de l'été 2007, une énième crise bouleverse le système financier mondial, ravivant le souvenir des multiples secousses traversées par le capitalisme quasiment depuis sa naissance. C'est cette fois-ci le marché immobilier américain que l'on retrouve à l'épicentre du séisme : des courtiers sans scrupule y ont accordé des prêts à des ménages qui n'en avaient pas les moyens, avant de les revendre à des banques, qui elles-mêmes s'en sont débarrassés sur les marchés financiers mondiaux [p. 212]. On a cru ainsi faire disparaître le risque, mais il a resurgi, diffus, insaisissable, donc inquiétant.

Les banques centrales n'ont pas su prévenir le séisme. Leur rôle est aujourd'hui au cœur de la polémique : en menant des politiques monétaires particulièrement expansionnistes au lendemain de l'éclatement de la bulle Internet, n'ont-elles pas posé les jalons de la crise actuelle [p. 224] ? Avec la résurgence des tensions inflationnistes dues à l'envolée des matières premières, les banques centrales sont aujourd'hui dans une impasse ; le moment est peut-être venu de redéfinir leur action : ne devraient-elles pas essayer de prévenir l'apparition des bulles, plutôt que de tenter de soigner les conséquences de leur explosion ?

La tâche n'est pas mince ; l'instabilité est en effet par nature accrue dans un monde globalisé où les capitaux ne connaissent plus vraiment de frontières [p. 235], et où de nouveaux acteurs comme les pays émergents prennent une place croissante, brassant toujours plus de capitaux. La finance d'aujourd'hui est une finance multipolaire, où la logique de diversification des risques étend l'extension géographique des placements, multiplie les acteurs, enchevêtre les dimensions [p. 246].

Quelle régulation à quelle échelle ?

C'est pour répondre aux défis sans cesse plus nombreux de la globalisation financière que régulation et réglementation doivent évoluer dans le sens d'une plus grande efficacité, et ce à toutes les échelles.

Dans le domaine bancaire, les accords de Bâle constituent un premier pas, mais les restrictions qui ont été apportées à la structure du bilan des banques ne les ont pas empêchées d'accorder trop de crédits, ce que nous payons aujourd'hui avec la crise des *subprime* et ses retombées.

Au niveau des marchés boursiers nationaux, les régulateurs comme l'Autorité des marchés financiers (AMF) française sont engagés dans une course poursuite pour encadrer l'innovation financière foisonnante et surveiller des marchés toujours plus actifs et complexes. Dans cette course, ils ne partagent pas, loin s'en faut, les mêmes ressources que les acteurs qu'ils sont supposés surveiller. La solution passe probablement par le renforcement des coopérations à l'échelle européenne [p. 257]. L'adoption de normes comptables communes, comme la norme IFRS, est une première étape en ce sens.

À l'échelle mondiale coexistent un système d'autorégulation privé et des instances internationales censées garantir la stabilité financière. Tous deux sont aujourd'hui délégitimés. D'un côté, les agences de notation fournissent un bien public (une évaluation de la qualité des créances), mais sont suspectées de conflits d'intérêts avec les banques d'affaires qu'elles sont chargées d'évaluer, et qui les rémunèrent. De l'autre, le Fonds monétaire international fait plus que tout autre figure de régulateur à l'échelle globale, mais se voit aujourd'hui critiqué pour manquement à ses fonctions – ou au moins à celles qu'on lui prête [p. 267]. Ce n'est pas un fait nouveau ; son rôle avait déjà été fortement remis en cause lors de la crise asiatique de 1997.

Dans ce contexte, c'est l'ensemble du système monétaire international qui est à repenser. Les déséquilibres globaux, le surendettement, l'impact international de la crise et l'effritement du dollar doivent nous amener à nous poser la question de la gouvernance optimale d'un système polycentrique [p. 276].

Nous finissons en notant le grand paradoxe que constitue le retour sur le devant de la scène des oubliés de la globalisation : les États reviennent à la une de l'actualité, à travers d'une part les fonds souverains, se portant au secours des grandes banques américaines sinistrées, et d'autre part les appels répétés au « patriotisme économique », concept encore flou mais qui illustre bien, avec l'invention récente des fonds « *Charia* compatibles », les tentatives de certains groupes sociaux pour reprendre en main une réalité qui semble leur échapper.