

Les dérèglements financiers

Proposition Y. Tadjeddine pour la revue Le sens dessous

1) Pourquoi la finance a-t-elle pris une telle importance dans nos quotidiens ?

On ne parlerait pas autant des dérèglements financiers si la finance n'avait envahi nos sociétés contemporaines et rendu nos quotidiens dépendants aux mouvements financiers. Cette orientation a été le choix idéologique des dirigeants politiques français et européens depuis la signature du Traité de Rome d'inscrire leurs économies dans une économie de marchés. La fin du système de Bretton Woods et la crise inflationniste des années 1970 incitèrent les Etats occidentaux, au premier rang les Etats-Unis et la Grande-Bretagne a privilégié le financement de l'économie par les marchés. Ainsi, alors que les marchés financiers jouaient un rôle anecdotique jusque là, la mutation financière entreprise à partir des années quatre-vingt fut l'occasion d'une expérience unique fondée sur l'utopie libérale d'un marché financier efficient à même de fonder une croissance durable et une société prospère. Avec la démocratisation de l'accès aux marchés financiers, les ménages, les entreprises et les Etats devaient profiter des avantages du marché, garant de l'allocation optimale de l'épargne privée et du financement des investissements publics et privés.

Les Etats occidentaux d'abord puis, sous les conseils du FMI et de la Banque Mondiale, la plupart des pays mondiaux entreprirent une mutation vers la finance dont les deux piliers principaux furent la dérégulation et la globalisation afin de créer ce marché idyllique, libéré des corporatismes locaux, des contraintes morales et politiques. L'ère de la financiarisationⁱ débutait : une finance sans frontière, sans nationalité, régie par la seule loi du marché. Les marchés financiers mondiaux s'autoréguleraient par l'exercice de comportements rationnels fondés sur l'allocation optimale du portefeuille, engendrant automatiquement l'efficacité informationnelle et allocative des ressources. Les actions rationnelles individuelles, visant à maximiser le profit permettraient la maximisation des intérêts collectifs. Les marchés financiers assureraient une triple fonction : l'évaluation objective des entreprises et des Etats, à travers l'établissement d'un prix efficient pour chaque titre, l'allocation optimale de l'épargne au regard des performances économiques, sans préjugés locaux ou préférences arbitraires et la répartition des risques. La finance s'auto-suffirait et fonctionnerait automatiquement du seul fait de la connaissance et de l'exercice de techniques rationnelles : le dogme de l'efficacité des marchés.

Dans le même temps la finance est entrée dans le quotidien des ménages, des entreprises et des Etats. Elle s'est imposée à tous. Longtemps réservés à une classe privilégiée, le patrimoine des ménages mais aussi leur travail sont désormais rythmés par la dynamique financière, par le biais du contrôle actionnarial, le développement de la retraite par capitalisation, les formes salariales (avec le développement des stock-options et de la participation) et par la gestion collective (assurance-vie, OPCVM)ⁱⁱ. Les marchés financiers sont devenus une source de financement des entreprises et des Etats, obligeant ces derniers à l'adoption de codes issus du dogme de l'efficacité (gouvernance actionnariale, juste valeur, par exemple).

La finance est devenue un fait social et politique, érigeant certaines de ses valeurs, comme la transparence ou la liquidité, en normes pour l'ensemble de la société. La logique financière a ainsi pu

s'exprimer librement et créer un monde régi par ses propres mécanismes supposés meilleurs que des règles issues de sphères non marchandes.

Or, la réalité s'avère bien loin du modèle idyllique. La mutation financière a certes permis une explosion mondiale des transactions financières, mais non seulement les rendements promis pour les entreprises, les Etats et les ménages sont loin d'être à la hauteur des espérances et de plus on assiste à une instabilité forte et des phénomènes de contagion entre les places. Un phénomène local (le crédit au logement des plus démunis) peut engendrer une crise économique mondiale majeure sans que les hommes politiques semblent en mesure de contrôler la propagation de ces dommages à l'ensemble des couches de la société. La crise des sub-primes révéla l'emprise des mouvements financiers sur nos sociétés contemporaines.

2) La finance est-elle un espace sans règle ?

De prime abord, la finance semble être un espace sans règle, si ce n'est celle du marché et de la maximisation du profit pur. Cette vision s'avère justifier par le choix opéré dans les années quatre-vingt de déréguler l'espace bancaire et financier. Ce mouvement matérialisé en France par la loi bancaire de 1984 a libéralisé ces métiers en levant des interdictions tels le cloisonnement des activités et en ouvrant ce secteur à la concurrence et à la mondialisation. Cette mutation a permis la construction d'un espace global de la finance où les caractéristiques des titres et des contrats noués sont similaires. Le marché des changes, lieu d'échange des monnaies (dollars, euros, yens,..) est exemplaire puisque ce marché fonctionne 24h sur 24h et s'appuie sur différentes places financières. Ainsi, les spécificités nationales qui encadraient les transactions financières ont disparu, gage d'une libre circulation des capitaux de part le monde.

Quoi de plus normal dans ces conditions, de privilégier les espaces les moins réglementés pour domicilier les organisations et les contrats. Avec la financiarisation, les paradis fiscaux ont connu un développement sans précédent, permettant aux institutions financières d'échapper aux obligations fiscales et réglementaires qui leur incombent. Bahamas, Iles Vierges, mais surtout Luxembourg, Dublin ou Jersey sont devenus les places d'enregistrement des sociétés et des contrats, même si physiquement les protagonistes étaient à La Défense, la City ou Wall Street. L'innovation financière est aussi une façon d'échapper aux règles en proposant de nouveaux produits, non réglementés, échangés de gré à gré entre acteurs consentants et professionnels. Une large part des transactions financières ne passe pas par des marchés réglementés et échappe ainsi à tout contrôle public. Ce fut le cas par exemple des produits titrisés, à l'origine de la crise. La crise révéla aussi l'existence d'organisations peu ou pas réglementées, enregistrées dans des paradis fiscaux pour distribuer ces produits innovants : le « shadow banking ». Dans cet espace sans contrôle, très peu d'informations sont publiques et ce sont les crises qui révèlent leurs (dys)fonctionnements.

Mais paradoxalement, il ne faudrait croire que la finance soit un espace sans règle. Ses acteurs majeurs -les banques, les assurances, les fonds de retraite (« pension funds ») et les OPCVMⁱⁱⁱ- sont très réglementés car ils mettent en jeu de fortes externalités : leur faillite a des effets dommageables colossaux pour l'ensemble de la société. Les banques en particulier ont un rôle essentiel dans le système monétaire qui justifie un contrôle public^{iv}. Si la mutation financière a effectivement entrepris une dérégulation à partir des années quatre-vingt, une rerégulation a été entreprise immédiatement après non plus sur le plan national, mais sur le plan international avec les accords de Bâle (1, 2 et 3)

pour les banques et pour les assurances Solvency (1 et 2)^v. La gestion pour le compte de tiers (OPCVM et fonds de retraite) s'avère elle aussi très encadrée afin de protéger les épargnants individuels. Enfin, les marchés financiers, pour la partie réglementée –actions, obligations, dérivés- sont aussi sous le contrôle d'autorités publiques ; l'Autorité des Marchés Financiers en France, la SEC aux Etats-Unis ou la FSA en Grande-Bretagne.

Le problème n'est donc pas tant celui de l'absence de règle mais celui des frontières de la réglementation dans un espace financier et bancaire totalement global et interconnecté. Goodhart et Lastra (2010)^{vi} décrivent fort bien ce problème crucial de nos sociétés contemporaines avec un double problème de frontière : à l'intérieur des pays entre ce qui est réglementé et ce qui ne l'est pas et à l'international avec l'existence de différences de réglementation. Le double dualisme réglementaire (système de paiement réglementé – système financier plus libre / Etat avec fiscalité et réglementation et paradis fiscaux) conduit rationnellement à des stratégies de contournement de la réglementation par les entités réglementées (les banques et les assurances principalement) par un transfert de certaines de leurs activités dans l'espace non réglementé. Or, la finance pour fonctionner correctement et assurer ses fonctions économiques (financement des investissements innovants et couverture des risques que les autres ne veulent pas) implique l'existence d'une part irréductible d'incertitude et d'opacité. Ainsi, il paraît illusoire de croire à la possibilité d'un contrôle global du système financier.

3) Comment alors contrôler la finance ?

La dynamique financière est par essence déstabilisatrice du fait des logiques spéculatives qui y œuvrent et de la possibilité qu'ont les acteurs de s'endetter^{vii}. La spéculation est motivée par la seule plus-value monétaire. Un prix élevé ne constitue pas un frein à la demande, à la différence des biens normaux : il est rationnel d'acheter très cher un titre dès lors qu'il est plausible de pouvoir le revendre à un prix encore plus élevé^{viii}. Il n'existe pas de valeur objective, le titre financier n'est qu'une promesse de revenu, une pure construction sociale faite de croyances intersubjectives. A cela s'ajoute la possibilité de s'endetter qui permet de pallier le manque de capital initial et d'augmenter les prises de positions spéculatives. L'histoire financière est émaillée d'une succession de bulles (envolée des cours) et kraks (chute brutale des cours)^{ix}. La quête de l'accumulation monétaire s'avère une constante du comportement financier et les réglementations n'ont un impact que temporaire, le temps qu'un nouveau dispositif permette un contournement de la règle.

L'instabilité financière est naturelle et les « dérèglements » sont des épisodes normaux et permanents. La vision théorique d'un marché auto-régulé et efficient s'avère en contradiction avec l'expérience réelle des marchés financiers mais aussi celle observée dans les « laboratoires »^x. Il semble donc vain de vouloir bannir le risque financier, il est ontologiquement lié aux pratiques financières. La financiarisation a donc automatiquement introduit cette instabilité dans l'économie et dans la société.

Mais une fois accepté que les dérèglements sont la règle finance, il est possible de débattre de la question du contrôle et de la place de la finance dans nos sociétés. En effet, la financiarisation fut un choix politique établi sur la base d'une thèse erronée de l'optimalité des marchés financiers dans l'allocation de l'épargne et du capital. En dehors du cadre théorique walrasien, aucune forme institutionnelle (financement par le marché, le crédit ou l'impôt) ne domine sur les autres ; chacune

présente des avantages et des inconvénients. Il revient donc aux politiques et aux citoyens de choisir les dispositifs au regard des préférences subjectives et nationales. La finance ne doit pas être un champ dépolitisé et l'Etat doit orienter les pratiques financières afin d'assurer un développement économique. Les dirigeants des BRIC (Brésil Russie Inde Chine) mais aussi du Chili ou de la Malaisie ont mis des garde-fous à la liberté financière. Citons par exemple la mise en place de contrôle des capitaux étrangers afin de limiter leur retrait brusque lors des crises en Chine ou au Chili ou encore les tests sur les risques potentiels réalisés par la Banque Centrale Indienne avant la diffusion de produits de gré à gré. Ces règles sont évidemment contraires aux postulats libéraux mais ils permettent de contrôler/limiter les externalités négatives des produits financiers. Elles relèvent d'une volonté politique de diriger la finance pour qu'elle assume réellement ses fonctions en évitant le débordement de l'aléa financier sur la société.

Une finance encadrée peut être utile à l'économie. Mais, l'instabilité financière étant une constante, il apparaît nécessaire de protéger la société des effets pernicioeux de la finance en créant des dispositifs protecteurs. Ce travail s'avère complexe, tant la finance irrigue dorénavant de larges pans de nos quotidiens, mais nécessaire. En ce sens, le *Dodd-Franck Act* publié en juillet 2010 visait à une réforme globale et ambitieuse du système de réglementation bancaire et financière des Etats-Unis. Tous les projets n'ont pas encore été concrétisés par une loi mais le gouvernement Obama avait par ce texte entrepris une véritable révolution en remettant la régulation publique au cœur des transactions financières. L'Europe a elle aussi des projets de réforme en ce sens mais reste beaucoup frileuse. Je voudrais finir en saluant l'initiative de l'association FinanceWatch^{xi} créée en 2011 qui vise à penser démocratiquement les dispositifs socialement utiles dans la réforme de la finance.

ⁱ Epstein G. (ed.), 2005, *Financialization and the World Economy*, Northampton, Edward Elgar Publishing.

ⁱⁱ Aglietta Michel et Rébérioux A., *Dérives du capitalisme financier*, Paris, Albin Michel, 2004.

ⁱⁱⁱ Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières sont des entités qui récoltent l'épargne individuelle et qui placent et gèrent pour le compte de ces tiers. En France en 2011, les OPCVM géraient 2 636 milliards d'euros (source : AMF).

^{iv} Scialom Laurence, 2012, *Économie bancaire*, Paris, La Découverte « Repères », 4^{ème} édition, (à paraître).

^v C. de Boissieu (ed.), 2012, *Les systèmes financiers, Mutations, crises et régulation*, Paris, France, 4^{ème} édition, (à paraître).

^{vi} Goodhart, Charles et Lastra, R. M. (2010), Border problems, *Journal of international economic law*, 13 (3). pp. 705-718. ISSN 1369-3034

^{vii} André Orléan, 1999, *Le pouvoir de la finance*, éd. Odile Jacob, Paris.

^{viii} Keynes décrit ce mécanisme avec l'allégorie du concours de beauté (chap. 12). Keynes J.M., 1937, *La Théorie Générale de l'emploi, de l'intérêt, de la monnaie* Payot.

^{ix} Kindleberger C.P., 1994, *Histoire mondiale de la spéculation financière, de 1700 à nos jours*, éd. P.A.U..

^x Smith V., G. Suchanek, A. Williams, 1988, Bubbles, crashes, and endogenous expectations in experimental spot asset markets, *Econometrica*, Vol. 56, 1988, p. 1019-1151.

^{xi} <http://www.finance-watch.org/>