

Cet article est disponible en ligne à l'adresse :

[http://www.cairn.info/article.php?ID\\_REVUE=RCE&ID\\_NUMPUBLIE=RCE\\_003&ID\\_ARTICLE=RCE\\_003\\_0010](http://www.cairn.info/article.php?ID_REVUE=RCE&ID_NUMPUBLIE=RCE_003&ID_ARTICLE=RCE_003_0010)

---

## Quelques hypothèses sur la finance moderne

par Pierre-Noël GIRAUD

| La Découverte | Regards croisés sur l'économie

2008/1 - N° 3

ISSN | pages 10 à 19

---

Pour citer cet article :

– Giraud P.-N., Quelques hypothèses sur la finance moderne, Regards croisés sur l'économie 2008/1, N° 3, p. 10-19.

---

Distribution électronique Cairn pour La Découverte.

© La Découverte. Tous droits réservés pour tous pays.

La reproduction ou représentation de cet article, notamment par photocopie, n'est autorisée que dans les limites des conditions générales d'utilisation du site ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Toute autre reproduction ou représentation, en tout ou partie, sous quelque forme et de quelque manière que ce soit, est interdite sauf accord préalable et écrit de l'éditeur, en dehors des cas prévus par la législation en vigueur en France. Il est précisé que son stockage dans une base de données est également interdit.

# » QUELQUES HYPOTHÈSES SUR LA FINANCE MODERNE

Pierre-Noël GIRAUD, professeur d'économie à l'École des mines de Paris. Il a notamment écrit en 2001 *Le commerce des promesses*, aux éditions du Seuil.

## L'UTILITÉ INCONTESTABLE ET CEPENDANT CONTESTÉE DE LA FINANCE <sup>1</sup>

Historiquement, les activités financières apparaissent en même temps que les activités marchandes. Commerce de l'argent, production et échanges de marchandises ont de tout temps été intimement liés. Dès le XIII<sup>e</sup> siècle, alors que s'intensifiaient les échanges entre les Flandres et le nord de l'Italie, les Génois ont pratiquement tout inventé de la finance moderne [*Pierre-Cyrille Hautcoeur*, p. 159].

Imagine-t-on, en effet, un monde marchand sans finance ? Chacun y serait contraint à n'investir dans les projets productifs, véritables moteurs de la croissance économique, que sa propre épargne, tout en étant incapable d'ajuster le risque qu'il prend à ses moyens financiers et à son goût du risque. Autant dire que l'investissement serait extrêmement limité, et la croissance quasi-nulle.

Empiriquement, on peut en effet récapituler ainsi les différentes fonctions de la finance :

- une fonction de transfert de la richesse dans le temps : en se privant d'utiliser une partie de sa monnaie à l'achat de biens lui procurant une jouissance

---

1. Le début de cette section introductive est repris, avec quelques modifications, de GIRAUD P.-N. (2004), « L'utilité contestée de la finance », *Rapport moral sur l'argent dans le monde*, Association d'économie financière, Paris.

immédiate, un individu, qui devient ainsi un épargnant, peut grâce à la finance placer cette monnaie en instruments financiers : dépôts rémunérés, obligations\*, actions\*, voire instruments dérivés\*, et la récupérer plus tard, normalement augmentée du rendement\* de ce placement ;

- une fonction de gestion des risques : il s'agit des risques pris par un acteur individuel dans une opération de transfert de la richesse dans le temps. La finance permet de réduire les risques individuels en les divisant, et de les transférer à d'autres individus, moins récalcitrants au risque, soit que le risque en question est pour eux de moindre importance, soit parce qu'ils souhaitent en prendre dans l'espoir de profits élevés. La finance assure à chacun le choix du couple rendement-risque qui lui convient ;
- une fonction de mise en commun des richesses, lui permettant de financer des projets dont l'ampleur dépasserait la richesse d'un seul individu. D'autant qu'un individu même très riche préférera, par souci de réduction des risques, diversifier ses placements ;
- une fonction d'information : certaines institutions financières, en particulier les marchés organisés, produisent une information publique (généralement des prix) utile aux individus pour orienter leurs choix non seulement financiers, mais aussi productifs au sens strict ;
- une fonction de règlement, c'est-à-dire d'organisation du système des paiements. En toute rigueur théorique, la fonction de règlement pourrait être séparée des fonctions financières. Pour certains économistes, comme le professeur Allais, ce serait même hautement souhaitable. Mais, dès l'origine, cette fonction de règlement a été prise en charge par des acteurs financiers, comme les banques aujourd'hui. À travers elles, la fonction de règlement, mais aussi la création monétaire et la finance sont étroitement liées.

En résumé, les fonctions principales de la finance sont de rassembler l'épargne dispersée pour l'affecter à des projets d'investissement dont l'envergure et le risque dépassent ce qui est à la portée des fortunes individuelles, et d'offrir à cette épargne une grande variété d'instruments différents par leurs couples rentabilité\*-risque, donc d'organiser un vaste marché d'échange des risques inhérents à tout investissement productif.

Le développement, la diversification et la spécialisation des activités financières participent ainsi pleinement au mouvement général de division sociale du travail, dans lequel Adam Smith voyait à juste titre la source fondamentale de l'accroissement de « la richesse des nations ». La finance est en elle-même le lieu d'une division sociale du travail et elle la favorise dans les autres sphères. Elle contribue donc incontestablement à l'accroissement de la richesse.

Et pourtant, rares sont les institutions des capitalismes qui ont été à ce point contestées. De l'Église catholique, qui a longtemps interdit le prêt à intérêt et condamne la spéculation, en passant par les marxistes du début du siècle qui voyaient dans le « capitalisme financier » la forme suprême du capitalisme pourrissant, jusqu'aux altermondialistes pour qui, devenue casino, elle est le moteur de la globalisation libérale, la finance est fréquemment présentée comme concentrant toutes les tares du capitalisme, comme une espèce de chancre, une activité parasitaire captant indûment des richesses issues de la seule sphère qui les produirait : la sphère productive *stricto sensu*, où s'exerce le dur labeur des hommes appliquant un travail transformateur de matière aux ressources que nous offre parcimonieusement notre mère avare, la nature.

Cette conception est ancienne. Elle reste très vivante de nos jours. L'œuvre d'un historien contemporain aussi important que Fernand Braudel en est par exemple imprégnée. Il sépare la vie économique en trois niveaux : civilisation matérielle, économie (c'est-à-dire production et échanges) et capitalisme (où se concentrent les activités financières). Puis il établit une hiérarchie entre les trois, chaque niveau drainant des richesses du niveau immédiatement inférieur. Le jugement qu'il en déduit est que « le capitalisme (dans sa définition, c'est-à-dire essentiellement la finance) est parasitaire ».

Mon hypothèse est que cette mauvaise réputation vient de ce que la finance, quoique indispensable au fonctionnement des marchés capitalistes, est un lieu particulièrement favorable à l'éclatement de crises. Les prix des actifs financiers sont en effet purement subjectifs, dans la mesure où ils résultent uniquement d'anticipations, de visions de l'avenir. Ces anticipations peuvent basculer brusquement et les prix avec elles. Les crises purgent périodiquement le système financier. Elles corrigent les anticipations des acteurs quant à la valeur des titres qu'ils détiennent, car leurs anticipations ont toujours tendance à être excessives.

Le problème vient de ce que ces crises, au lieu de se contenter de redistribuer les cartes entre de « purs joueurs » des marchés financiers, se propagent au reste de l'économie, provoquent d'importants transferts de revenus, et frappent de plein fouet des gens qui n'y sont véritablement pour rien.

Pour comprendre les racines des polémiques qu'elle suscite aujourd'hui, il faut d'abord partir de quelques caractéristiques fondamentales de la finance, puis spécifier comment elles s'incarnent dans la finance moderne. Le plan de l'article est donc le suivant : nous rappelons d'abord que les actifs financiers ne sont que de simples promesses de revenus futurs (section I) et ce que sont les caractéristiques d'un « bon » système financier (section II). Puis nous abordons

les raisons de l'instabilité intrinsèque de la finance de marché (section III) et les modes de régulation de la finance moderne (section IV).

## **LES ACTIFS FINANCIERS : DE SIMPLES PROMESSES DE REVENUS FUTURS**

Aucun actif financier n'est sûr, au sens où il pourrait garantir la valeur de la quantité de monnaie qu'il permet de recevoir à l'avenir. Même l'acheteur d'un bon du Trésor américain à taux fixe prend un risque lié à l'inflation américaine. Tout actif financier est donc une simple promesse de revenus futurs. Son détenteur doit à chaque instant essayer d'évaluer son espérance de rendement et le risque associé à cette espérance. Il doit, s'il est rationnel, analyser le couple rendement-risque de tous les titres offerts sur les marchés, se demander à chaque instant s'il n'a pas par exemple intérêt à vendre l'un des titres qu'il possède pour en acheter un autre de même prix dont le rendement espéré est supérieur ou le risque moins élevé, ou bien un autre dont le prix est supérieur mais le rendement et le risque identiques, *etc.* Certes, on peut tenter de fonder l'évaluation de l'espérance de rendement et du risque d'un titre sur l'exploitation des données livrées par le passé : passé de l'entreprise, du secteur, du pays, de l'économie mondiale.

C'est pour cela que ceux qui investissent sur les marchés financiers sont à ce point avides d'information nouvelle susceptible de modifier leur appréciation des actifs disponibles. Mais la part de l'imprévisible est absolument irréductible. La valeur future d'un actif financier est soumise à un ensemble irréductible d'incertitudes événementielles, macroéconomiques et politiques qui en toute rigueur ne sont même pas toujours probabilisables. Leur valeur actuelle dépend uniquement des anticipations que forment aujourd'hui les acteurs à l'égard de leur valeur future.

## **QU'EST-CE QU'UN BON SYSTÈME FINANCIER ?**

La fonction de la finance est d'allouer de l'épargne à l'investissement, en permettant aux acteurs de choisir le couple rendement-risque qui leur convient. L'investissement, qui immobilise temporairement l'épargne monétaire en marchandises, présente toujours un risque. Inévitablement, certains investissements échouent à procurer les revenus qu'en attendait l'investisseur.

De même, il existe toujours parmi les ménages des gens qui ont surestimé leurs revenus futurs, qui ont cependant réussi à convaincre des banques, et qui s'avèreront incapables de rembourser leurs crédits, immobiliers par exemple [Paul Jorion, p. 212].

« Il existe toujours un certain volume de titres financiers qui ne tiendront pas leurs promesses. C'est ce que j'ai appelé : « le mistigri », d'après le nom de la mauvaise carte, celle qu'il ne faut pas détenir à la fin du jeu, sinon on a perdu. »

Pour s'assurer que tous les projets rentables à un certain prix du capital sont bien financés, donc pour maximiser la croissance, un « bon » système financier satisfait toute la demande de fonds prêteable à ce prix. Il finance donc nécessairement aussi des entreprises qui vont faire faillite et des ménages qui vont s'avérer insolubles. En aucune façon le risque ne peut disparaître. Il existe toujours un certain volume de titres financiers qui ne tiendront pas leurs promesses. C'est ce que j'ai appelé : « le mistigri », d'après le nom de la mauvaise carte, celle qu'il ne faut pas détenir à la fin du jeu, sinon on a perdu. Un bon système financier crée ainsi inévitablement trop de promesses sur les revenus futurs. Régulièrement, on assiste donc à des purges où le mistigri est éliminé. C'est ce mécanisme de purge qui assure la stabilité du système.

La forme que prend la purge dépend des systèmes financiers. Entre la conférence de Bretton-Woods en 1945 et l'ouverture des marchés financiers nationaux dans les années 1980, les systèmes financiers étaient cloisonnés (l'épargne circulait assez peu d'une sphère monétaire à une autre) et les créances bancaires l'emportaient sur les instruments de marché [Françoise Renversez, p. 54]. Dans ces conditions, la purge du mistigri prenait essentiellement la forme d'une accélération de l'inflation du prix des biens et des services. Comme nous allons le voir, dans l'actuelle finance globale de marché, la forme de la purge est l'inflation du prix de certaines catégories de titres, suivie d'un krach.

## L'INSTABILITÉ INTRINSÈQUE DE LA FINANCE DE MARCHÉ

Tout acteur financier rationnel doit se demander à chaque instant si chacun des titres qui composent son portefeuille et chacun de ceux qui sont susceptibles d'y entrer sont sur ou sous-évalué. Le prix de marché d'un titre financier quel

qu'il soit est donc une sorte de médiane. À ce prix d'équilibre, plus personne ne veut acheter ou vendre. Tous ceux qui pensent que le titre est sous-évalué et va monter en possèdent une quantité suffisante à leur goût. Tous les autres pensent qu'à ce prix, il ne possède pas de potentiel de hausse suffisant pour l'acheter. Une grande majorité des acteurs est polarisée autour de l'idée que le prix évalue correctement ce titre à quelques points près, qui ne valent pas la peine d'un ajustement de portefeuille. Le prix reflète donc une vision médiane dominante de l'avenir du sous-jacent\* : l'avenir d'un nouveau produit, d'une entreprise, d'un pays, de l'économie mondiale. En réalité, pour avoir une vision précise de l'avenir – ne serait-ce que d'un nouveau produit sur un marché donné –, il faut avoir une vision de l'ensemble des avenir emboîtés, de ce produit à l'économie du monde.

Cette vision de l'avenir évolue sous l'effet du flux d'informations dont les acteurs financiers sont tellement avides. Pour être plus précis, les visions ne sont modifiées que par d'éventuelles divergences entre le flux d'informations réelles et les anticipations de ces informations. Chaque annonce d'un résultat économique qui fait partie du flux d'informations tant attendues est en effet précédée de l'annonce de ce qu'est le « consensus » sur ce résultat. Le consensus est déjà intégré dans le cours des titres, seule une divergence entre le résultat réel et le consensus fait évoluer les visions, donc les cours.

Mais comment ces visions se sont-elles formées, avant d'être ensuite influencées à la marge par les flux d'informations ? Une vision de l'avenir ne peut nullement se déduire de l'extrapolation des tendances passées, même si celles-ci fournissent le cadre empirique dans lequel on peut tenter de probabiliser différents avenir possibles. Les investisseurs ne distribuent pas leurs probabilités subjectives de manière à ce que leurs différentes divisions occupent uniformément tout le spectre des avenir possibles du produit, de l'entreprise, du pays, du monde, *etc.* On constate en général que les visions se cristallisent autour d'une « vision dominante ». On peut y voir l'effet du mimétisme si brillamment décrit par Keynes, mimétisme rationnel puisque, sur les marchés financiers, l'important n'est pas d'avoir raison tout seul, mais de se tromper en même temps que tout le monde [André Orléan, p. 120].

La vision dominante résulte d'un « modèle d'interprétation » particulier de la réalité et de ses dynamiques. Le flux d'informations nouvelles est traité par ce modèle d'interprétation et modifie la vision dominante, mais le modèle lui-même n'est généralement pas affecté pendant de longues périodes. Exemples de modèles dominants : la « nouvelle économie des technologies de l'information » avant mars 2000, « le modèle asiatique » avant l'été 1997 [« Retour sur la crise asiatique », p. 273], « Enron » jusqu'à peu de mois avant sa faillite.

Il arrive cependant régulièrement, quoique de façon très difficile à prévoir, qu'une série d'informations convergentes sape non seulement la vision dominante, mais le modèle d'interprétation qui la construit lui-même. Le modèle s'effondre et avec lui la croyance de pouvoir déduire rationnellement les valorisations de l'information disponible. Il s'ensuit très généralement d'importantes fluctuations de prix, « le marché ayant perdu ses repères ». Puis vient une stabilisation à un niveau qui n'a bien sûr aucune raison d'être « meilleur » que le précédent, mais qui correspond simplement à la stabilisation d'une nouvelle vision dominante, appuyée sur un nouveau modèle d'interprétation. Soit dit en passant, cela explique le toujours très puissant intérêt pour les modèles économiques, censés pouvoir apporter un peu de rationalité dans les modèles d'interprétation des acteurs financiers [*« Les principaux modèles de prédiction des cours »*, p. 141]. Voilà ce qu'on peut dire du mécanisme des crises en finance de marché.

Mais qu'en est-il de leurs causes, de leur moteur ? Il faut se tourner pour le comprendre du côté de la manière dont la finance de marché vérifie la propriété évoquée ci-dessus : tout « bon » système financier finit toujours par survaloriser les actifs, c'est-à-dire par créer trop de promesses de revenus futurs, des promesses en excès par rapport aux revenus qui leur échoiront en réalité.

En finance de marché, cela s'exprime par la dissymétrie de la politique monétaire. Lorsque les visions dominantes deviennent plus optimistes, les prix des actifs financiers montent, et cette hausse est alimentée par un crédit qui reste bon marché, d'autant plus que l'inflation du prix des biens et services est parfaitement contrôlée, en particulier par l'intensité de la concurrence engendrée par la globalisation commerciale et financière. Mais lorsque le prix des actifs baisse, particulièrement lorsqu'il s'effondre, les autorités monétaires ouvrent également en grand les vannes du crédit pour éviter les faillites bancaires et le risque de système. Il faut souligner que, si leur objectif est de maximiser la croissance, elles doivent bien agir ainsi [*Patrick Artus*, p. 224].

Au total, il en résulte cependant une abondance de monnaie qui, sinon provoque, du moins alimente et très certainement amplifie la hausse du prix des actifs engendrée par des visions dominantes plus optimistes. On peut donc dire avec certitude que le déséquilibre des mécanismes de création monétaire, encore une fois justifié par le souci de maximiser la croissance, engendre cependant nécessairement un « mistigri », la création d'actifs financiers prétendant à des revenus qui seront en excès par rapport à ce que les autres acteurs économiques dans l'avenir pourront ou voudront bien leur laisser. Mais si on peut être sûr de l'existence d'un mistigri, il est naturellement impossible d'en évaluer l'ampleur exacte. Il faudrait pour cela être sûr de l'avenir...

La tendance à l'inflation du mistigri est finalement perçue par une minorité d'acteurs, qui deviennent très prudents et savent bien que ce qui est à l'ordre du jour est de sortir avant le krach. C'est à ce moment-là que des informations, souvent très anodines, modifient brutalement les modèles d'interprétations et les anticipations de certains, puis, par mimétisme, de la majorité. On anticipe le krach, cette anticipation est autoréalisatrice : c'est le krach.

“ **La finance globale de marché est intrinsèquement volatile et son mode de régulation est le krach, c'est ainsi.** »

L'importance des liquidités, encore augmentée par la politique monétaire très généreuse dans la crise, fait cependant que le mouvement de baisse finit par s'arrêter et que se pose alors la question de savoir quel est le prochain type d'actif candidat à l'envolée des cours et quelle belle vision du monde, construite par un nouveau modèle d'interprétation, on va bâtir pour se convaincre que cette classe d'actifs a un énorme potentiel de croissance...

Les crises de ce type sont inévitables en finance de marché. Elles en sont la modalité de régulation. Elles purgent périodiquement le système de son mistigri, quand il semble être devenu un peu trop gros. Elles sont également très difficiles à prévoir. Tout au plus peut-on dire que leur probabilité d'occurrence augmente quand la vision de l'avenir qui justifie le niveau de prix atteint par une certaine classe d'actifs commence à apparaître non pas impossible – presque rien n'est impossible –, mais hautement improbable à certains experts avisés. Ou à de simples gens de bon sens.

## **LA SATURATION DES FORMES DE RÉGULATION DE LA FINANCE MODERNE**

Cette forme d'autorégulation de la finance de marché contrôlée par la politique monétaire pour éviter le risque de système est-elle : 1) satisfaisante ? 2) améliorable ? La première question est normative. On adoptera comme norme la croissance économique, sans chercher à la discuter ici. Il ne fait pas de doute que le fonctionnement du système financier de marché global de ces vingt dernières années a provoqué des crises dont se seraient bien passé un certain nombre de pays émergents. Dans certains cas, comme en Asie du Sud-Est en 1997, on peut même penser qu'il n'y avait pratiquement pas de raison de fond à une crise économique comme celle qui a été déclenchée par la crise financière, et que les désé-

équilibres financiers (comment n'y en aurait-il pas avec des croissances autour de 10 % ?) auraient pu être résorbés localement sans provoquer de tels dégâts... dans un autre système financier. Dans d'autres cas, comme en Amérique latine, il est certain que les ajustements macro-économiques importants devaient être faits, mais on peut s'interroger sur la nécessité de crises de la profondeur de celles qu'ont connues ces pays pour mettre en oeuvre ces ajustements.

Et puis, on a flirté deux fois avec le risque de système : la faillite de LTCM tout d'abord [« *Une brève histoire du LTCM* », p. 157], et plus récemment avec les *subprime*. « Certes, mais ce ne sont que de simples péripéties dans une croissance mondiale exceptionnelle, admirablement soutenue par cette finance de marché globalisée ! On ne saute pas en dernier sur le marchepied d'une Ferrari 1930 sans prendre le risque d'être éjecté quand celle-ci prend un virage brutal », diront certains libéraux. « Certes, diront les autres – descendants de keynésiens, de marxistes ou même de libéraux – mais rien ne dit que s'il n'était pas aussi instable, le système ne serait pas plus efficace ! Conservons-en le principe, mais voyons comment on peut l'améliorer. »

On se penche donc beaucoup sur les moyens d'améliorer la stabilité de ce système, puisque c'est son instabilité qui est le principal problème. Il faut cependant reconnaître que les idées ne sont pas nombreuses et que les réalisations le sont encore moins. Au-delà de la sempiternelle et tout à fait gratuite invocation à « une plus grande transparence », l'extension des règles de contrôle prudentiel [« *Les accords de Bâle* », p. 243] est très lente et semble sans arrêt en train de courir après une innovation financière exubérante. La discussion sur la nécessité d'un prêteur en dernier ressort international s'est vite tarie, dans la mesure où on s'est aperçu qu'en cas de nécessité les grandes banques centrales agissaient spontanément de concert. La seule idée vraiment originale était la proposition d'un code de faillite pour les États, qui aurait eu pour effet de réduire l'aléa moral\* engendré par le fait que le FMI se porte presque toujours en prêteur public permettant aux États de rembourser les créanciers privés, qui eux empochent ainsi la prime de risque, mais sans avoir assumé ce risque. Mais on n'a pas avancé sur ce point, en raison du veto de certains États qui ne veulent pas entendre parler d'un quelconque pouvoir supranational. Or le pouvoir du juge de faillite d'un État le serait.

Plus fondamentalement, cette incapacité à réformer le système financier actuel tient à mon avis à ce que :

- 1) Tout ce qui peut être fait pour le stabiliser :
  - est connu depuis la crise de 1929 ;
  - a été bien perfectionné depuis ;

– mais n'est plus susceptible aujourd'hui que d'améliorations cosmétiques. En réalité, les stabilisateurs de nature étatique existent et sont puissants.

2) On ne peut vraiment aller au-delà sans toucher à la nature même du système, ce que personne non seulement ne propose mais même ne conçoit.

La finance globale de marché est intrinsèquement volatile et son mode de régulation est le krach, c'est ainsi. Dans la mesure où ces krachs et leurs répercussions sont susceptibles d'avoir des effets néfastes sur un bon nombre de gens qui pensent qu'ils n'y sont pour rien, la finance a donc toujours peu de chances d'être très populaire à leurs yeux.