

[> retour au sommaire](#)

## ***Pouvoir économique***

### **Sous l'égide du Centre des professions financières Finance, pour le meilleur et pour le pire**

Alors qu'elle a pour fonction de couvrir le risque, la finance est devenue par elle-même un facteur de risque. Un sacré paradoxe pointé par l'ex-banquier André Lévy-Lang et l'économiste Michel Aglietta. Où le théoricien rejoint le praticien.



© SIPA-Toute reproduction interdite

Sous les auspices du baron de Doudeauville, André Lévy-Lang et Michel Aglietta autour d'Albert Merlin, membre du Centre des professions financières et vice-président de Présaje, s'accordent sur ce constat : « La finance actuelle réduit la fréquence des crises financières, mais elle en augmente l'ampleur. »

---

#### ***Par Philippe Plassart***

La finance sera-t-elle victime de ses propres excès ? Cette question récurrente est revenue soudainement sur le devant de la scène à la suite de la chute du fonds spéculatif américain Amaranth Advisors à la mi-septembre. Un récent débat réalisé sous l'égide du Centre des professions financières, avec l'ex-banquier André Lévy-Lang et l'économiste Michel Aglietta, a remis utilement en perspective la problématique. A quoi sert la finance ? L'ex-banquier, devenu professeur associé à l'université Paris-Dauphine, répond : « Sa fonction est de minimiser le montant du capital immobilisé pour couvrir le risque. On peut s'assurer par soi-même, en transférant sur la collectivité (via une cotisation à une mutuelle ou l'impôt) ou par du capital épargné sous forme de fonds propres (sociétés, banques ou assurances). La finance fonctionne pour cela et comme cela. »

#### **Le cycle financier**

Au-delà de ce rappel, André Lévy-Lang insiste sur le caractère cyclique de la finance, dont le point de départ est une innovation économique bientôt doublée par une création financière. Ensuite, c'est la phase de développement durant laquelle des dysfonctionnements se font jour. Puis quasi inéluctablement survient la crise, sous des formes plus ou moins atténuées. C'est alors qu'intervient le gendarme édictant de nouvelles lois et réglementations. Un processus répétitif et un brin désespérant, dans lequel la prévention, on le voit, peine à trouver sa place.

Où en est-on aujourd'hui ? André Lévy-Lang exprime son inquiétude : la finance moderne ne générerait-elle pas elle-même le risque en alimentant la spéculation et la volatilité ? L'ex-banquier observe que « la finance contemporaine se caractérise par trois développements récents et significatifs : le recouvrement des métiers entre la banque, l'assurance, les marchés réglementés et la gestion d'actif ; l'émergence de fonds d'arbitrage et de private-equity ; enfin, la globalisation des mouvements financiers. Or, poursuit l'intervenant, sur ces trois plans, la régulation semble en retard. Faute d'une institution unique – comme en Grande-Bretagne –, les autorités spécialisées laissent probablement échapper bon nombre de problèmes transversaux. » Autre source d'inquiétude, « les fonds innovent en dehors de tout contrôle. Enfin, en dépit de rencontres régulières, les autorités et les banquiers centraux n'ont pas encore tissé une coordination suffisante entre eux. Cela laisse beaucoup de zones d'ombres dans le système. Or, nous sommes arrivés au stade de maturité du cycle – celui du développement. Celui qui précède historiquement la crise. Saurions-nous l'éviter ? Tel est l'enjeu », lance l'ex-banquier.

### **De la roulette au poker**

Après ce premier éclairage d'une réalité éminemment complexe, Michel Aglietta renforce l'intensité du projecteur et se fait plus précis encore. « L'application de la division du travail à la finance a été la grande révolution des vingt dernières années. Jusque-là, le risque, porté par les banques, était traité de manière agglomérée. Depuis, ce risque complexe et général a été décomposé en facteurs élémentaires incluant les risques de liquidité, de crédit, de taux et de maturité. Cet éclatement a permis de quantifier le risque et a ouvert la voie aux produits dérivés. Ainsi disséminé, le risque devient moins onéreux à couvrir. » Une évolution fondamentalement positive. « La finance de marché promeut l'activité entrepreneuriale en rendant plus aisé le financement de business-plan. Globalement, l'allocation de l'épargne vers les secteurs prometteurs est plus efficiente. » Le meilleur des mondes ? Hélas, il y a un sérieux bémol. « Auparavant, les banques étaient les seules à porter les risques, le risque était donc interbancaire. La finance de marché et ses interdépendances créent un risque d'un genre nouveau, endogène », reprend l'économiste. Et pour se faire comprendre, le professeur utilise une métaphore puisée dans l'univers du jeu. « On est passé de la roulette au poker. Désormais, les acteurs adaptent leur stratégie en fonction des autres. Comportements et psychologie exercent une grande influence. Quand la partie est calme – c'est-à-dire lorsque les prix des actifs connaissent une volatilité faible, ce qui est le cas la plupart du temps – l'efficacité de la finance de marché apparaît bien plus grande. C'est dans les périodes de "stress" où le risque endogène se développe massivement. Alors, réactions en chaîne et excès en tous genres ont pour effet d'amplifier considérablement l'onde de choc. Pour résumer, je dirais, comme la BRI (Banque des règlements internationaux) : la finance actuelle réduit la fréquence des crises financières, mais elle en augmente l'ampleur. Et les dégâts sont loin d'être neutres. Si la spéculation n'était qu'un casino où les joueurs qui perdent n'ont qu'à s'en prendre à eux-mêmes, il n'y aurait rien à dire. Mais là, on est dans l'économie réelle où les variations affectent des actifs d'entreprises. D'où des phénomènes d'amplification. »

### **Sous-évaluation du risque crédit**

Quel peut être le facteur déclencheur ? L'histoire économique est parsemée de ces épisodes d'intenses turbulences. Dernier en date : la bulle de la « nouvelle économie » et son éclatement en 2000. « Dans la phase ascendante du cycle, les marchés valorisaient les sociétés à des niveaux totalement aberrants. Tout le monde suivait, l'engouement était général. Un mécanisme auto-entretenu, tant il est vrai que la finance de marché conduit quasi substantiellement à une sous-évaluation du risque du crédit. D'un côté, plus la valeur des actifs augmente, plus l'agent s'enrichit et plus il peut emprunter. De l'autre, face à des actifs valorisés de plus en plus haut, les banques sont enclines à accorder des crédits à des taux plus bas (phénomène de baisse du spread). D'où, des deux côtés, des phénomènes de boule de neige. Un processus procyclique, jusqu'à l'éclatement de la bulle. » Car après la phase euphorique survient toujours la période douloureuse du désendettement. « Incapables d'étaler leur remboursement, les agents endettés doivent réduire leur dépense courante ou disparaître. Rien n'y fait. Même pas un taux d'intérêt à zéro comme on l'a connu au Japon », décrit Michel Aglietta.

Question : les banquiers centraux n'existent-ils pas précisément pour éviter ces enchaînements aux conséquences si néfastes ? « Les autorités monétaires n'en peuvent hélas pas beaucoup sauf à couper le crédit dans la phase ascendante du cycle au prix d'une récession. Elles cherchent à minimiser les dégâts par la suite. »

### **Mastodontes bancaires**

Autre problème : la naissance de « mastodontes » bancaires. Les dernières fusions ont atteint

des montants astronomiques. En octobre 2005, Mitsubishi Bank et Financial Group ont formé un ensemble de plus de 1 700 milliards d'actifs. Les études démontrent pourtant qu'au-delà de 25 milliards d'actifs, une fusion entraine dans la zone de moindre efficacité. « Les regroupements ne relèvent pas d'une pure logique économique, mais d'un jeu stratégique pour le pouvoir. Il faut devenir prédateur pour ne pas être proie, jusqu'à atteindre une taille qui préserve de l'assaut. Cela renvoie à la logique évolutionniste des dinosaures qui ont grossi pour se protéger. Mais on connaît la fin de leur histoire : vulnérables en dépit de leur énorme taille, ces animaux n'ont pas su s'adapter au changement climatique », évoque Michel Aglietta. Les méga-banques du xxie siècle connaîtront-elles le même sort que ces lointains animaux préhistoriques ? La question est posée.

Une vision de pure science-fiction ? Pour l'heure, André Lévy-Lang se montre un peu moins alarmiste. L'évolution des prix dans l'immobilier constitue-t-elle un danger ? Fort de son expérience, le banquier note : « Il faut comprendre que le prêt immobilier reste un formidable produit d'appel pour les banques. Tant il est vrai que dans la vie, on change moins souvent d'établissement financier que de conjoint. Et même s'il arrive que l'on prenne une deuxième banque plus facilement qu'un deuxième partenaire. Dans l'immobilier, les banques se comportent, à ma connaissance, de façon raisonnable. Je n'entends pas parler d'hypothèques secondaires. Mon inquiétude va plutôt sur les fonds d'arbitrage dont il conviendrait de contrôler le développement. Les hedge-funds sont devenus la principale source de revenus de Wall Street, des brokers et des avocats... Dans cet univers si spécifique, il s'est créé en moins de dix ans un nombre incroyable de multimillionnaires entre 30 et 50 ans, et ces jeunes gens ont un très grand appétit pour le "prestige flow" », raconte le banquier. Une critique à laquelle souscrit pleinement l'universitaire. « La nature des hedge-funds a considérablement évolué. Réservés à une clientèle fortunée, ils concernent désormais des grands investisseurs institutionnels (du type fonds de pension Calpers). Leur matière est donc de l'argent du public pour assurer des retraites futures. Dans ces conditions, il devient anormal qu'ils n'aient pas l'obligation de reporting de leurs positions ni de respecter des règles de prudence. » Une exception dangereuse.

### **Une meilleure gouvernance**

André Lévy-Lang fonde ses espoirs sur la montée en puissance des conseils d'administration. « Ils sont le pendant de la politique dans la sphère privée. Leur contre-pouvoir est naissant. Seront-ils en mesure de résister à une pression court-termiste d'un hedge-fund, ou à une éventuelle divergence stratégique ? Quant au private-equity, il peut jouer un rôle positif en palliant les erreurs d'appréciation de la Bourse. Le système commence à se mettre en place. » Même vision chez Michel Aglietta : « La logique d'impulsion des investisseurs à long terme devrait devenir prépondérante, notamment pour intégrer les nouvelles contraintes sociétales et environnementales du business. » Un vœu formulé en temps utile, il faut l'espérer.

© Le nouvel Economiste - n°1360 - Du 5 au 11 octobre 2006