

Henri Bourguinat
Eric Briys

MARCHÉS DE DUPES

Pourquoi la crise se prolonge

MAXIMA
LAURENT DU MESNIL • EDITEUR

Professeur émérite à l'Université de Bordeaux IV, **Henri Bourguinat** a essayé depuis de longues années de mettre en garde contre les risques de rupture du système financier (*Les vertiges de la finance*, 1987, *La tyrannie des marchés*, 1995, Economica). A plusieurs reprises, il a renouvelé les avertissements et anticipé la crise (Les nouveaux risques des marchés financiers, *Sociétal*, janv. 2005, *Les intégrismes économiques*, mars 2006). Lors de deux auditions à la Commission des finances de l'Assemblée nationale, il a mis l'accent sur les dangers tenant, en particulier, au manque de traçabilité des dérivés de crédit. En janvier 2009, il publie avec Eric Briys *L'arrogance de la finance, comment la théorie financière a produit le krach*, (La Découverte).

Eric Briys est le co-fondateur de Cyberlibris, entreprise française pionnière du livre numérique et des bibliothèques numériques. Il est également Professeur-Associé d'économie et de finance au Ceregia de l'Université des Antilles et de la Guyane, après avoir été professeur de finance à HEC pendant dix ans où il a dirigé le programme doctoral et le MBA. Il a passé plusieurs années chez Lehman Brothers, Merrill Lynch et Deutsche Bank où il a dirigé les équipes en charge de la couverture des sociétés d'assurance et de réassurance. Il est l'auteur de neuf livres consacrés à l'économie et la finance.

Les auteurs peuvent être contactés à :

henri.bourguinat@maxima.fr
eric.briys@maxima.fr

Infos/nouveautés/catalogue : www.maxima.fr

MAXIMA
LAURENT DU MESNIL • ÉDITEUR

192, boulevard Saint-Germain, 75007 Paris.
Tél : + 33 1 44 39 74 00 – Fax : + 33 1 45 48 46 88

© Maxima, Paris, 2010.
ISBN : 978 2 81880 176 5

Tous droits de reproduction, de traduction et d'adaptation réservés pour tous pays.

Sommaire

<i>Introduction</i>	7
I. Plus ça change, moins ça change	25
1. Business as usual ?	27
2. Confusion des genres	43
3. Ce risque moral dont il faudra bien s'accommoder	53
4. Zone grise	57
II. Une finance bien malade	69
5. Lipstick Finance	71
6. McDo Finance	85
7. « Chers » bijoux de famille... ..	89
8. Infini financier	101
9. L'utilité sociale de la finance : le pavé dans la mare de Lord Turner	105
III. Les nouveaux Léviathans	113
10. On ne nous dit pas tout... ..	115
11. La polarisation sur les bonus : une diversion populiste	127
12. Déconnexion	133
13. « Too big to fail »	139

IV. « Et, maintenant que vais-je faire ? »	161
14. Les hélicoptères des banques centrales en phase d'atterrissage	163
15. La renverse déflation-inflation	169
16. L'art chinois de ne pas se tirer une balle dans le pied	175
17. Le dollar, un verrou qui n'en est plus un	181
V. Et si on rêvait un peu	191
18. « Credo, ut intelligam »	193
19. Vive l'éco-diversité !	205
20. Une relance verte ?	215
<i>Florilège</i>	225
<i>Conclusion</i>	227

Introduction

Trois ans après les débuts de la crise financière (août 2007) rien n'est vraiment réglé. La preuve en est qu'encore au printemps 2010, lorsqu'éclate la crise grecque, les banques sont à nouveau sur le point de se rétracter : elles hésitent cette fois encore à se prêter entre elles. Les doutes sur la pérennité du marché interbancaire dont dépend tout le reste, reviennent, jusqu'à conduire Jean-Claude Trichet à reconnaître, en juin 2010, « qu'il y a un marché monétaire qui ne fonctionne pas normalement », un aveu qui sans doute lui coûte car il marque un cruel retour en arrière. Est-ce à dire que nous voilà entrés dans l'Acte II de la crise et que nous sommes revenus à la case départ ?

Et ce n'est pas tout, tant s'en faut. Un sentiment nouveau commence un peu partout à prévaloir. Pas seulement d'une simple reviviscence de la crise bancaire mais, au-delà, d'une menace de perte de contrôle générale du système.

Les économies sous bracelet électronique

De nombreux pays font désormais l'objet d'une surveillance économique de tous les instants. Ils vivent un peu comme ces délinquants sous bracelet électronique qui savent que toute incartade donnera lieu à rappel à l'ordre. Il s'agit, d'abord et avant tout, de complaire aux marchés et, toutes autres préoccupations cessantes, d'obéir à leur

loi. Ne vient-on pas, notamment en France aux premiers jours de mai 2010, de passer en une semaine de l'antienne de l'ardente obligation de la relance, à celle de la non moins inévitable rigueur ? Tout cela au nom de la sauvegarde de ce fameux AAA, la notation qui est pour notre pays tout autre chose que trois lettres accolées puisqu'elle commande tant le coût que le volume de ce qui peut être emprunté sur les marchés.

Alors que l'on pensait avoir trouvé la parade par l'octroi profus de liquidités et par un transfert massif de la dette du secteur privé au secteur public, voilà que le mécanisme, à nouveau, paraît sur le point de s'enrayer. C'est, cette fois, le secteur de la dette publique qui se dérobe. Les marchés reprennent la main mais sur une autre base. Ils reportent leur pression, des banques sur les Etats et administrent la preuve par neuf de leur omnipotence qui a résulté de la crise. Hier, susceptibles à l'évidence de sanctionner les prises de risque inconsidérées des banques, ils viennent à démontrer aujourd'hui qu'ils sont tout autant à même de déstabiliser les Etats et les institutions bien installées comme l'Union monétaire européenne réputée pourtant l'instant d'avant comme au-dessous de tout soupçon.

C'est cette montée apparemment incoercible du pouvoir des marchés financiers dont il faut prendre la mesure et comprendre les origines. Il s'agit d'intenter un recours en excès de pouvoir à l'encontre des marchés financiers car ceux-ci, si on n'y porte remède, pourraient bien nous entraîner vers des rivages inconnus. La sortie de route qui s'esquisse a des origines multiples et lointaines qui doivent être d'abord mises à plat et auxquelles on doit remédier sans plus attendre. Les marchés, on le sait, ne sont pas aujourd'hui en odeur de sainteté. Sans doute, le phénomène n'est-il pas nouveau, quand bien même nous n'étions pas nombreux à dénoncer leurs dérives il y a

vingt-cinq ans¹. Cependant, avec la crise financière 2007-2009 et, plus récemment encore, l'affaire grecque, la mise en question paraît avoir franchi une étape. Ils sont désormais étiquetés comme les « vilains » de cette tragédie qui met en cause non seulement un pays qui fut, ne l'oublions pas, le berceau de la démocratie mais, au-delà, l'euro, la deuxième monnaie de la planète si ce n'est la construction européenne toute entière.

Haro donc sur les marchés, leur court-termisme, leurs irrépressibles bouffées spéculatives, leurs pressions qui se font de moins en moins résistibles sur les gouvernements. En réalité, les choses sont moins simples, les marchés sont à la fois vilipendés par certains et, simultanément, défendus bec et ongles par d'autres. Reprenons successivement chacune de ces positions.

Les marchés juges de paix ou boute-feux ?

Les tenants de la première position ne manquent pas de vanter leur fonction de « juges de paix » objectifs et réactifs avant tous autres. Si, disent-ils, des banques et des hedge funds se sont entendus pour attaquer les obligations grecques et les dérivés synthétiques y afférent, c'est parce qu'il fallait bien, un jour ou l'autre, apurer les comptes des gouvernements grecs successifs. Ces derniers (depuis celui du socialiste Simitis de 1996 à 2004, jusqu'au conservateur Caramanlis de 2004 à 2008), n'avaient cessé d'accumuler les erreurs, qu'il s'agisse tant du réglage de l'économie interne (dépenses publiques improductives, fraude fiscale, corruption, etc.) que des falsifications grossières au niveau de leurs relations avec Bruxelles, avec

1. Voir Bourguinat, Henri : *La Tyrannie des marchés*, Economica, 1995.

d'ailleurs à cet égard la complicité de Goldman Sachs. Dès lors, devant la fuite en avant des politiques et la mansuétude tout aussi coupable des autorités européennes, il convenait que quelque part, tôt ou tard, la réaction s'organisât. Ce furent donc les marchés, et eux seuls, qui à un moment donné, surent révéler ces failles et « dire le vrai » sur la situation hellénique. N'était-ce pas cette même lucidité des marchés qui s'était manifestée par exemple un peu plus tôt pour la Russie en 2000, l'Argentine en 2001-2002 et, en tant et tant d'autres occasions. Au lieu, dès lors, de vouer aux gémonies les marchés, ces entités, dont on sait où est le centre (New York, Londres, Singapour, etc.) mais jamais où s'arrêtent les limites d'influence, acceptons plutôt, dira-t-on, leur sanction. Ils sont ces « juges de paix » qui empêchent d'aller trop loin, pallient le manque de courage des gouvernements et, seuls, tranchent dans le vif et corrigent les trajectoires les plus fautives.

Sans doute y a-t-il une petite part de vérité dans ce raisonnement. Cependant, on ne saurait pour autant en accepter ni les prémisses ni les conclusions. Arbitres « bénévoles », les marchés ? Pour qu'il en soit ainsi, encore faudrait-il qu'ils ne soient pas juges et parties comme ils le sont si souvent. D'abord en agissant de conserve comme ils le firent, semble-t-il, lors d'une réunion organisée, s'il faut en croire *Le Temps* de Genève, par une grande banque américaine et deux très importants hedge funds dont l'un basé à Londres, quelques jours avant l'attaque contre la dette grecque. Ce faisant, ils manipulent les cours et s'abstraient de la règle de l'anonymat de la concurrence. Ensuite, en orchestrant des campagnes qui ont sans doute un fondement mais qui seront sanctionnées par de considérables profits qui résultent des vagues spéculatives dont les marchés sont directement à l'origine. N'est-ce pas exactement ce qui s'est passé pour la Grèce et ses obligations souveraines vendues en quan-

tité sans même les avoir en portefeuille (à découvert) et en spéculant aussi sur les dérivés de crédit qui y étaient adossés. Les marchés, en fait, deviennent, trop souvent, non pas ces juges de paix qui apaisent mais ces juges prévaricateurs qui provoquent les plus profonds déséquilibres et, *in fine*, engrangent les bénéfices de leurs manœuvres. Ils sont en effet directement intéressés aux résultats des ondes spéculatives qu'ils déclenchent et, sauf à tomber dans on ne sait trop quel irénisme, on ne saurait les considérer comme de véritables arbitres.

L'enseignement à tirer de cette ambiguïté congénitale des marchés est double. Sans doute on ne saurait entièrement faire fi de leur opinion. Mais, en même temps, les marchés doivent être encadrés et régulés au plus près, et une objectivation des situations doit être recherchée sur la base de jugements et diagnostics réellement indépendants

Tout sauf un long fleuve tranquille

L'histoire de la finance de ces trente dernières années est tout, sauf un « long fleuve tranquille ». Y alternent des crises diverses mais toujours plus rapprochées : crises de l'endettement des pays latino-américains de 1982, krachs boursiers successifs tels celui d'octobre 1987, de l'automne 1989, ou des années 2000-2001 avec celui des valeurs de la « nouvelle économie », sans compter au cours des années 1990, l'effondrement du Kabuto Cho, la bourse japonaise. Vinrent ensuite les crises financières des pays émergents, avec leur point culminant en 1997-98 (Asie et Russie) et leur prolongement, en 2001-2002, en Turquie et Argentine.

Sur tel ou tel compartiment des innovations financières se succédèrent aussi des spéculations ponctuelles multiples et hasardeuses. De Drexel Burham et Lambert avec

Michaël Milken spécialiste dévoyé les obligations déclassées (*Junk Bonds*), de la Barings sur le Nikkei en 1995 avec Nick Lesson le courtier flambeur, sans parler de tant et tant d'autres épisodes sulfureux : les swaps de Procter et Gamble, la perte massive du Comté d'Orange, Boesky, American Can, LTCM, etc. En point d'orgue, on pourrait aussi citer les énormes scandales de 2001, World Com, Tyco et surtout Enron, ce soi-disant « Messie de l'énergie » qui sombra finalement dans une faillite de 60 milliards de dollars après avoir créé 4 000 filiales dans les paradis fiscaux et organisé maintes et maintes manipulations, y compris avec la complicité du cabinet Arthur Andersen qui, pour tenter de se dédouaner, n'hésita pas à détruire deux tonnes de documents comptables compromettants pour son client

Liste bien loin d'être exhaustive et qui n'inclut pas le commerce de « l'argent sale », avec ses paradis fiscaux, ses délits d'initiés, son blanchiment de l'argent de la drogue, de la corruption et de la prostitution, estimé (de façon bien approximative) à un montant de 750 à 1 750 milliards de dollars chaque année. Quels que soient les services et les performances rendus à l'économie du monde entier, on ne saurait donc, d'un trait de plume, effacer les errements de la finance.

Apogée de tout cela, le quasi-collapsus du système lors de la crise financière 2007-2009. Ce furent, cette fois, pas moins de dix trimestres d'ébranlement avec la mise en cause, un moment, du marché interbancaire, l'effondrement de l'immobilier, des pertes abyssales pour les institutions financières (plus de 2 000 milliards de dollars pour les banques), le krach boursier et, en bout de chaîne, les pertes sinon la ruine de nombreux épargnants. Tout cela sans parler du contrecoup sur l'économie réelle dont nous ne sommes pas encore sortis. Un seul chiffre, mais marqueur accablant de l'ébranlement subi : selon la BRI, la crise aurait créé 51 millions de chômeurs à l'échelle du

monde entier. Qui ne comprendrait, dans ces conditions, que la finance soit aujourd'hui fréquemment stigmatisée et que, presque partout dans l'opinion, prévale un sentiment fait souvent de mise en cause sinon d'hostilité déclarée.

Ne pas jeter la finance...

Pourtant, on ne trouvera pas un seul économiste digne de ce nom qui ne souhaite tempérer le propos et reconnaître qu'il ne s'agit pas de vouer la finance aux gémonies, de jeter le bébé avec l'eau du bain. Car « la finance », c'est bien entendu cette longue liste de sous-produits toxiques de la crise, mais, c'est aussi, simultanément, un puissant moteur de la performance générale des économies. On l'a vu en maintes occasions au cours des Trente Glorieuses et aussi, à la fin de celles-ci, lorsque le recyclage financier des pétrodollars permit de surmonter les chocs pétroliers sans rupture majeure. Par la suite, les innovations financières, aujourd'hui tant décriées, permirent d'élargir, utilement dans un premier temps, la base du financement et de lancer maints grands programmes ambitieux d'investissement financés par l'endettement. L'Amérique elle-même assura son train de vie grâce aux marchés financiers. Au cours des vingt-cinq dernières années, presque sans épargne, elle finança (trop) généreusement son double déficit en plaçant systématiquement ses bons et obligations du Trésor auprès de ses créanciers étrangers. Ce ne fut pas, nous le verrons, sans de lourdes contreparties. En sens inverse, la contribution de la finance au démarrage des pays émergents, en particulier asiatiques, avant la rupture de 1997, fut également décisive par la masse de capitaux qui leur fût procurée.

On ne saurait donc, de quelque façon, oublier les fonctions éminentes de la finance. Qui mieux qu'elle autorise l'accumulation en permettant d'aller au-delà de l'épargne disponible pour financer les projets les plus lourds ? Qui sait mieux qu'elle transférer la richesse dans le temps et permettre d'amortir les chocs de revenu sur la consommation ? De même encore, assurer la continuité des paiements et au moins quand elle ne déploie pas une sophistication excessive, transférer le risque et l'assurer ?

Dérives et excès

Mais tout cela n'exclut ni excès, ni dérives comme en témoigne la crise financière récente liée au subprime. Le choc induit a été si rude qu'on ne peut que s'interroger sur la place prise dans nos sociétés par la finance. Cette place n'est-elle pas devenue excessive ? Faut-il vraiment pour faire fonctionner convenablement une économie moderne disposer de ces montants astronomiques de crédits et de produit financiers ? Près de 100 000 milliards de dollars de crédits bancaires pour les premiers, et 950 000 milliards pour les dérivés de crédit pour le second. Un taux de retour sur investissement sans commune mesure avec celui des autres secteurs, une capitalisation boursière qui se dissocie (à la hausse comme à la baisse) de celle des autres activités, une mobilisation considérable des ressources matérielles (création d'agences bancaires sur tout un espace urbain disponible) et humaines (absorption de près de 40 % des promotions des meilleurs élèves des plus grandes écoles françaises), comment justifier un tel envahissement de la finance ?

De plus en plus de bons esprits (Joseph Stiglitz et Dani Rodrik aux Etats-Unis, Adair Turner au Royaume-Uni) s'accordent à reconnaître l'énorme risque d'hypertrophie

des banques qui débouche inéluctablement sur le principe du « Too big to fail » et, sur le gigantisme des bilans des grands groupes financiers qui rivalisent ou dépassent les P.I.B. des économies nationales. La taille n'est pas le seul problème. Loin s'en faut. Dans son sillage on voit poindre les comportements opportunistes pour ne pas dire délinquants. Tout récemment, on vient d'apprendre que la banque américaine Goldman Sachs, après des incursions suspectes dans la gestion de la dette grecque, venait de faire l'objet d'une incrimination de la Securities and Exchange Commission. L'organisme de contrôle vient (printemps 2010) de révéler que l'un de ses produits phares du subprime immobilier, le CDO (Collateralized Debt Obligation) Abacus, était toujours vendu en catimini à la clientèle alors que les titres possédés en propre par la banque faisaient l'objet d'un délestage discret.

Nouveau et bien gênant scandale venant s'ajouter au plus mauvais moment, juste après celui de l'intervention de Goldman Sachs sur la dette grecque et accroître le doute sur les pratiques de la première banque d'investissement du monde. D'ailleurs, presque au même moment, c'est l'ensemble de l'immobilier américain qui fait de nouveau parler de lui. Morgan Stanley, la banque d'affaires américaine, avoue 5,9 milliards de pertes sur un fonds spécialisé dans l'immobilier commercial. Blackstone, l'un des principaux fonds d'investissement américain, annonce quant à lui 60 % de baisse sur un fonds géré dans le même secteur. Autant de signes donnant à croire qu'il y a encore pas mal de poussière glissée sous les luxueux tapis des banques et des fonds. La longue liste des sinistres et des scandales du secteur de la finance ne cesse de s'allonger. Après les bonus des traders, les retraites chapeaux et autres rémunérations exorbitantes des dirigeants, ce sombre cortège crée dans l'opinion un sourd malaise. La bonne fortune de quelques uns insulte les graves diffi-

cultés du plus grand nombre aux prises avec le chômage, la stagnation du pouvoir d'achat et la montée des inégalités. Tout se passe comme s'il y avait deux mondes. Celui, d'une part, du travail et de l'entreprise qui ne cesse de peiner pour absorber les effets de la crise et, celui, d'autre part, d'une finance qui fait encore une trop grande place aux spéculateurs et qui, après avoir « causé » la crise s'en exonère avec légèreté en laissant au secteur réel la charge principale de l'ajustement.

Au niveau de l'opinion elle-même, tout se passe comme si le plus grand nombre aspirait dès à présent à autre chose et voulait échapper à la pression un peu obsédante de ces messages sur la finance et sa crise, tellement ressassés qu'ils en deviennent de moins en moins supportables. On se rapproche du trop plein.

Il paraît lointain ce temps des rodomontades qui, en 1936, vit Vincent Auriol, alors secrétaire d'Etat du gouvernement de Léon Blum, déclarer, de façon bien peu aimable : « *Les banques je les ferme, les banquiers je les enferme* ». Nonobstant les ravages de la crise actuelle, ceux-ci sont bel et bien en liberté, une liberté dont ils semblent abuser plus souvent qu'à leur tour. De New York à Athènes, en passant par Singapour ou Mexico, ils occupent le devant de la scène. Leurs spéculations emportent toutes les digues et ne concernent plus seulement les actifs financiers. Les matières premières, le pétrole, les céréales, le sucre, le café, les métaux précieux et la vie humaine sont l'objet de produits structurés spéculatifs. Pratiquement tous les secteurs, y compris les plus inattendus, sont affectés pour ne pas dire infectés. En 2010, c'est la seconde monnaie mondiale, l'euro qui, elle-même, devient une cible privilégiée des spéculateurs. La Grèce est devenue le Cheval de Troie d'attaques à répétition contre l'euro. La charge est menée par la banque américaine Goldman Sachs, celle-là même qui, en 2001, avait aidé les dirigeants grecs

à falsifier les comptes de leur pays afin de faciliter son accès à l'Union Européenne. Qu'on le veuille ou non, qu'on le déplore ou pas, il n'est plus possible d'échapper à l'envahissement de la finance et aux agissements de son redoutable féal la spéculation. Cette overdose financière est inquiétante. Elle exige après plusieurs trimestres d'une crise financière ravageuse que le fanion rouge soit brandi.

Une vieille addiction

Mais, dira-t-on, rien de bien nouveau sous le soleil. La spéculation est un penchant naturel des humains. Et d'évoquer, un peu en vrac, la « folie des tulipes » d'Amsterdam au XVII^e siècle qui vit un engouement floral prendre des proportions inouïes (un bulbe Viceroy, rapportent les historiens, fut vendu 4 203 florins, l'équivalent du salaire hebdomadaire de près de 800 personnes et on cite le cas d'un brasseur qui échangea son entreprise contre un seul bulbe particulièrement précieux). De mentionner, encore au XVIII^e siècle, la « Compagnie des mers du Sud » qui bien que proposant des investissements tout à fait hypothétiques, vit le prix de ses actions atteindre des sommets puis s'effondrer ensuite entraînant la ruine des souscripteurs parmi lesquels Isaac Newton lui-même. Au XIX^e, la littérature est riche de ces emballements soudains suivis de chutes spectaculaires. *La Comédie humaine* de Balzac ou *L'argent* de Zola, en témoignent abondamment. Passons sur les épisodes de la crise de 1907 (Chemins de fer et cuivre) ou sur ceux, trop connus et ressassés de 1929, qui, tous, révèlent que le début du XX^e siècle ne fut pas épargné par les ivresses financières. Les années 1980 et 1990, années de l'explosion des innovations financières, n'échappent pas à la règle. Elles sont marquées par les mésaventures de LTCM (Long Term Capital Market), le

hedge fund le plus huppé de Wall Street, qu'il fallu sauver in extremis, et celles de Nick Leeson, le trader trop inventif de Hong Kong qui ruina la Barings, la banque britannique la plus ancienne du royaume, celle-là même que par un malicieux clin d'œil Jules Verne avait choisi pour financer le tour du monde en quatre-vingts jours de son héros, Philéas Fogg. La spéculation ne date pas d'hier et il faut s'en souvenir.

Néanmoins, la crise qui se prolonge sinon s'accélère interroge. A trop faire confiance à la finance, n'avons-nous pas joué avec le feu, un feu qui se propage, destructeur, dans toute l'économie, sans véritables casernes de pompiers pour le prévenir ni, *a fortiori*, l'éteindre. Hélas, quelle que soit la métaphore utilisée, la réponse ne peut être donnée d'emblée. Certes, il y a les bonus des traders, les montants astronomiques des résultats de la spéculation, les gras profits des banques qui ne peuvent qu'indigner. Mais, l'indignation n'est pas toujours bonne conseillère. Ce qui importe davantage c'est de comprendre comment les nouveaux maîtres du monde que sont devenus les financiers excellent à ce jeu du *mistigri financier* dans lequel ils parviennent toujours à se débarrasser de ce valet de trèfle qu'est le risque toxique issu de montages trop alambiqués. Le cœur du problème posé par la finance et ses activités spéculatives est bien là.

Deux spéculations comme deux cholestérols ?

Les économistes, impavides, ont enseigné et continuent à enseigner que spéculer est l'activité qui consiste à acheter ou vendre un actif pour le seul motif que l'on anticipe une variation de son prix. C'est donc avant tout un pari

sur l'avenir et, par là même une prise de risque d'autant plus affirmée qu'on peut s'engager à vendre un actif alors même qu'on ne le possède pas. On dit alors que la spéculation est « pure » ou qu'on spéculé « à découvert ». Mais, pourquoi s'exposer à une déconvenue éventuellement ruineuse ? Les économistes ont cru trouver la réponse (suite aux travaux de l'économiste britannique Nicolas Kaldor en 1939) en arguant que dans toute société qui a décidé de confier son sort au marché, il y a d'une part ceux qui acceptent de s'exposer au risque (les Anglo-Saxons parlent de « risk takers ») et, d'autre part, ceux qui le refusent (« risk averse »). Vue sous cet angle, la spéculation remplirait une fonction économique éminente. Elle permettrait de transférer le risque de ceux qui veulent l'éviter à ceux qui aspirent à le prendre et, de ce point de vue, elle s'apparenterait à l'assurance. Les marchés financiers seraient les bras armés permettant cette généralisation de la fonction assumée par les compagnies d'assurance. A ce rythme, c'est la société tout entière qui se « financiarise ». Mais le doute finit par s'immiscer. La spéculation est-elle vraiment cette élève disciplinée et consciencieuse qui se limite à réconcilier les choix divergents de ceux qui aiment prendre des risques et de ceux qui souhaitent s'en débarrasser ?

Tel n'est pas toujours le cas. A l'image du cholestérol, il est clair que de plus en plus la « mauvaise » spéculation (déstabilisante) l'emporte sur la « bonne » (stabilisante). Ainsi, lors de la crise des subprimes, le modèle théorique de titrisation des prêts immobiliers prévoyait que les obligations adossées aux prêts immobiliers « granularisent » le risque et fassent ainsi porter le risque immobilier par un échantillon toujours plus large d'investisseurs financiers. En fait, deux déformations inattendues mirent rapidement à mal ce bel édifice. A l'inverse de la « semeuse » qui nourrit le sol et les hommes en répandant le grain par

grandes poignées, on a débouché sur un véritable fiasco qui a provoqué ruines et faillites en chaîne. Les brins de risque véhiculés par les obligations et les produits dérivés se sont retrouvés un peu partout dans les établissements financiers du monde entier. Leur traçabilité a été perdue alors même qu'une partie importante (environ le tiers) de ces risques n'a jamais été transmise. Grâce aux structures *ad hoc* créées hors bilan par les banques pour échapper en particulier à leurs obligations de fonds propres, les créances nées de l'immobilier (et de secteurs annexes comme l'automobile, les cartes de crédit ou les prêts aux étudiants) sont restées à l'intérieur du périmètre bancaire. Les banques ou fonds spéculatifs en multipliant les opérations incestueuses y ont trouvé leur compte à coup de substantielles commissions répétées sans jamais trancher le nœud gordien qui unissait lesdits véhicules à leurs banques d'origine.

En somme, l'idée d'un modèle de développement économique et social tout entier construit autour d'un risque toujours mieux fractionné allant de ceux qui veulent s'en protéger à ceux qui affichent les compétences pour l'assumer se trouve sérieusement mise à mal par des pratiques spéculatives dévoyées.

Que faire ?

Il est fondamental de comprendre pourquoi cette spéculation financière pèse en fin de compte négativement sur les résultats de toute l'activité économique. « Pile je gagne, face tu perds », dit-on souvent à son propos. Plus qu'un jeu de mots trop facile, la formule a le mérite de résumer ce qui trop souvent arrive sur les marchés financiers. Pile, le spéculateur empoche un gain substantiel en débouclant

avec profit son opération ; face, le contribuable perd auquel on demande en toute urgence de combler les pertes de spéculations qui tournent au vinaigre. Quoi qu'il en soit, c'est bien toujours le même schéma : le mauvais cholestérol d'une spéculation trop souvent déstabilisatrice tend à l'emporter. Ces choses sont de plus en plus connues de l'opinion. S'il y a certes quelque tentation de « diversion populiste » à tant commenter certains cas particuliers, notamment à propos des bonus des traders, il n'en reste pas moins que la fortune plus qu'ostentatoire de quelques uns insulte la misère sociale de ceux, chômeurs, précaires, pauvres en tous genres, qui sont les victimes des excès de ces quelques uns. Ces dizaines de millions de chômeurs de par le monde, victimes de la débâcle financière, auront, avec raison, beaucoup de mal à admettre qu'à l'inégalité on ajoute l'impunité. On ne peut plus cacher qu'aux Etats-Unis, par exemple, ce sont 80 % de la richesse qui sont allés en 2008 aux plus riches et que 50 % de cet excédent a été capté par les 1 % les plus fortunés. Tous les sinistrés de la finance ont une sorte de créance morale à faire valoir afin que les leçons des errements récents soient tirées et qu'un droit d'inventaire sans complaisance auprès des différents centres de responsabilité leur soit garanti. Pour autant, il ne faudra pas jeter le bébé avec l'eau du bain. La finance a une légitimité profonde et il n'y a pas d'économie prospère sans une finance dynamique. Tout le problème est de trouver (re-trouver ?) la voie d'un système financier qui finance les entreprises, gère l'épargne des ménages et contribue à lisser les sautes, parfois capricieuses, de la distribution des revenus.

Mais, peut-on prétendre réformer les marchés si l'on ne s'attaque pas vigoureusement – et précisément – à ces mécanismes qui ont été à la base de la débâcle ? Ne faut-il pas, sans prétendre les supprimer, revoir au plus près les mécanismes même de la titrisation ? Ne convient-il pas de